

Title	米大手投資銀行の業務展開(2) : Morgan Stanley(下)
Author	神野, 光指郎
Citation	経営研究. 71(2); 87-126
Issue Date	2020-08-31
ISSN	0451-5986
Textversion	Publisher
Publisher	大阪市立大学経営学会
Description	

Osaka City University

In April 2022, Osaka City University and Osaka Prefecture University merge to Osaka Metropolitan University

米大手投資銀行の業務展開 (2) －Morgan Stanley (下)

神 野 光 指 郎

はじめに

- 1 危機後の改革と業績推移
 - 2 トレーディング業務
(以上前号)
 - 3 投資銀行業務
 - 4 ウェルス・マネジメント業務
- おわりに

3 投資銀行業務

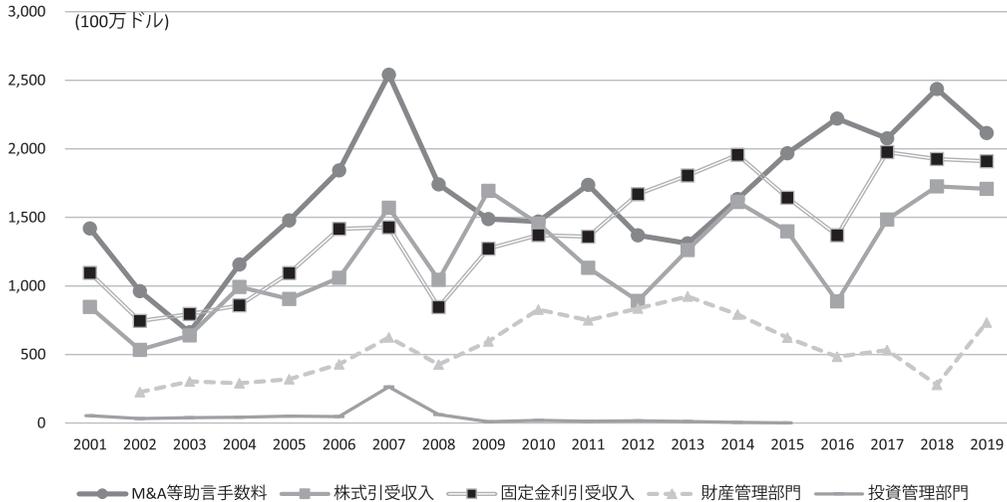
3.1 投資銀行業務収益の推移

グループの収入に占める比重は低下していたものの、危機後の戦略再構築を目指す Morgan Stanley にとって、投資銀行業務も財産管理とならぶ重要業務であった。固定金利トレーディングで負債引受に必要な最低規模の維持が目標とされていたこと、また株式の調査活動の一貫として行う会合設定が企業向けサービスという側面を持っていたことから、その重要性が理解される。図 9 に投資銀行業務からの収入内訳がある。

投資銀行活動の中心はトレーディングと同じグループである。危機前にはトレーディングと同じく、IT バブル崩壊と会計スキャンダルの影響によって全ての投資銀行収入が落ち込んだ後、サブプライム問題が顕在化する 2007 年までは M&A 中心に急激な収入の伸びが見られる。危機によって 2008 年には全ての収入が落ち込み、それ以降は各業務の収入に連動性が見られなくなった。それぞれ、企業の M&A やリストラ、株式発行、負債発行に左右されるため、図 10～12 でそれらの動きと見比べながら、Morgan Stanley の収益動向を概観したい。

危機後しばらくは企業活動が全体として鈍化し、Morgan Stanley の投資銀行収入もそれに応じて減少している。2011 年には助言手数料だけが増加しているが、図 10 を見ると、M&A が同年に回復した訳ではなく、米で公表案件の金額が前年よりも若干増えた程度である。この年は金額の伸びが小さかった割に手数料の伸びが業界全体として高かったということであり、Morgan Stanley は Comcast による NBC 買収などの案件を獲得した (Ji, 2011)。

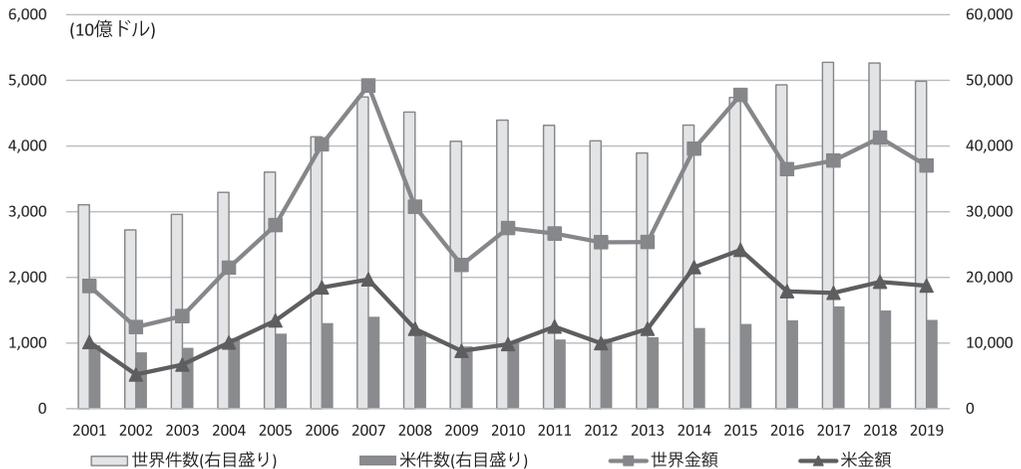
図9 投資銀行業務収入内訳



注) M&A 等助言手数料、株式引受収入、固定金利引受収入は Institutional Securities 部門の数値。財産管理部門と投資管理部門はそれぞれ Wealth Management 部門と Investment Management 部門の投資銀行業務収入の数値。Wealth Management 部門、Investment Management 部門は 2012 年までそれぞれ Global Wealth Management 部門、Asset Management 部門。

出所) Morgan Stanley, Form 10-K より作成。

図10 M&A 金額・件数推移 (公表案件)

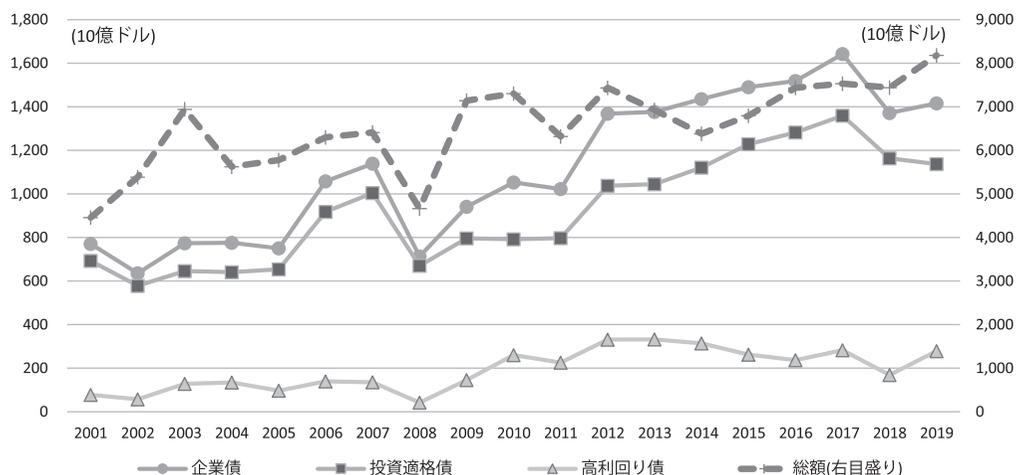


注) 米件数・金額は国内案件に加え、インバウンドとアウトバウンドの両方の国際案件を含む。

出所) imaa M&A Statistics, <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>より作成。

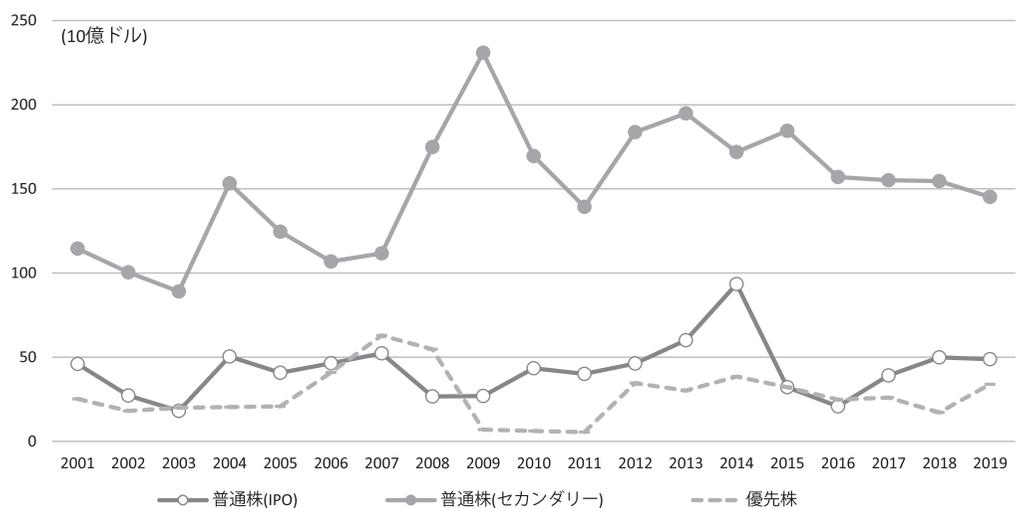
2012 年からは債券発行が増加基調になり、Morgan Stanley の引受収入も伸びている。ただ、債券発行では信用力の高い案件ほど収益性は低く、しかも Morgan Stanley の負債市場における地位はさほど高くないこともあり、債券発行の動きと Morgan Stanley の収入の連

図11 米債券市場発行額推移



出所) SIFMA の Issuance in the U.S. Bond Markets および U.S. Corporate bond Issuance より作成。

図12 米企業株式発行額推移



出所) SIFMA の U.S. Equity Underwriting Activity より作成。

動性は高くない。株式引受収入はというと、2013年から2014年にかけて増加しており、米市場におけるIPOの動きと連動していることが分かる。表4から、Morgan Stanleyが世界的に見てもIPO引受で高い地位にあることが分かる。一時的なIPOの活況から恩恵を受けるのは当然と言える。もっとも、この間のIPOには、PEファームが危機前後に獲得したポートフォリオ企業を株高に応じて処分したケースが多く含まれていた¹⁾。

表4 グローバル投資銀行業務における Morgan Stanley の地位

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	2019
M&A	357.6	636.1	379.4	503.5	616.5	627.5	994.5	727.2	1098.3	1030.1	1084.6
	2	1	3	3	2	3	2	2	1	3	3
株式・株式関連			52.1	60.9	73	68.9	47.7	66.3	64.3	62.7	61.32
			2	3	2	2	2	1	1	2	2
IPO			10.3	11.9	22.1	14.3	7.9	10.5	14.6	13.94	9.83
			1	3	1	1	2	1	1	1	1
投資適格負債			133	138.1	145.9	136.3	165.7	175.3	134.8	130.68	147.49
			4	4	5	4	4	4	5	5	4
高利回り負債			23.3	28.1	29.9	20.6	14.2	23.2	12.3	15.38	26.44
			8	8	7	7	8	8	9	8	5

注) それぞれ上段は金額で単位10億ドル、下段はMorgan Stanleyの順位。M&AはMorgan Stanleyが手がけた案件の金額で、Thomson Reuters資料では完了案件の数値を利用している。Investment Banking Scorecardには公表か完了か記載されていなかったが、恐らく公表案件のデータであると考えられる。それ以外の金額はMorgan Stanleyが手がけた発行の代わり金。

出所) 2010～2018年はThomson ReutersのM&A Financial Advisory Review、Global Equity Capital Markets Review、Debt Capital Markets Reviewより、2018～2019年はThe Wall Street JournalのInvestment Banking Scorecardより作成。

IPOの増加にやや遅れて、M&Aが危機後の低迷から回復し、2015年に直近のピークを迎えている。しかし、同年にはIPOが大きく落ち込んでおり、Morgan Stanleyの株式引受収入も減少に向かっている。この年はFRBの利上げ予想、株価上昇の行き過ぎ不安、地政学リスクの高まりを背景に市場のボラティリティが高まり、IPO候補の企業が上場よりも身売りを選択するようになった。とくに夏場の市場混乱を経験し、IPO銘柄が売り出し価格を下回るようになると、投資家は発行時にも値下げを求めるようになった。運用会社Neuberger BermanのJoseph Amatoは、買い手によるIPOへのストライキのような状況が見られると指摘している(Demos and Driebusch, 2015b)。

2016年にはM&Aまで落ち込んだ。この年は独占への懸念からいくつかの大型案件が審査で差し止められ、また財務省が節税目的で本部を低税率国に移転する案件に厳しい目を向けるようになった。それでもスピノフや一部業界での淘汰の動きによって件数は減っていない²⁾。Morgan Stanleyでは同年の助言収入が前年を上回っている³⁾。IPOはブレイクジット投票や米大統領選とイベントが相次ぎ、発行の窓が短期間しか開かなかった(Farrell and Driebusch, 2016)。負債市場や非公開市場での調達が容易であったことも、企業を株式公開から遠ざけた(Farrell, 2016)。この年、Morgan Stanleyの株式引受収入は、2012年も下回る水準になっている。

2017年に入るとトランプ政権の誕生で企業活動が活発化し、M&Aは金額こそ前年を下回ったものの、件数が伸びた。また最後の2ヶ月は大型案件が頻発し、その期間だけをとると1995年の統計開始以降で最高の金額に達した(Weil, 2018)。しかしMorgan Stanleyは手がけた完了案件の金額が前年を下回っており、手数料収入も減少した。それを負債と株式の引受収入

が補っている。特に株式では Snap Inc. の IPO を獲得し、その案件で Goldman を上回る手数料を手にした (Hoffman, 2017a)⁴⁾。

2018～2019 年は米 M&A 金額が横ばいで件数は減少している。世界でも 2019 年には金額、件数共に前年割れとなった。Morgan Stanley は 2018 年に Cigna による Express Scripts Holding 買収、さらに 2019 年には Bristol-Myers Squibb による Celgene 買収で助言を獲得し、MUFG と組んで金融も提供している (Hoffman, 2019a)。それらもあって高水準の収入を維持している。それでも助言収入の伸びには頭打ちの感がある。M&A の金額・件数が伸び悩む中では、かなり健闘していると言えるが、これ以上の収入を期待するのは極めて困難であると考えられる。

引受業務では発行額を見ても Morgan Stanley の収入を見ても、さらに頭打ち感が強い。株式に関しては 2018 年に前年を引き継ぎ、好調に始まった。投資家の成長企業に対する投資需要も強まり、前半には米市場で 120 社が株式を公開した (Farrell, 2018)。しかし、最後の 2 ヶ月には S&P 500 指数が 15% も下落し、それとともに IPO が延期された。しかも、株式市場の不調は IPO 銘柄が発行日以降に低迷する傾向を伴っていた⁵⁾。2019 年は初めこそ好調を回復するが、Uber や Lyft の株価が伸び悩み、そこに WeWork の IPO 失敗が追い打ちをかけた (Farrell, 2019)。ユニコーンへの期待はあっても、公開市場の投資家が警戒感を強めるのは不可避である。

投資銀行業務は危機後の Morgan Stanley にとっても中核的な位置づけを持ち、業界における地位も高い。関連の収入は危機後の落ち込みから大きく回復している。それでも今後の見通しはあまり明るいものではない⁶⁾。以下では投資銀行業務を取り巻く環境変化を概観し、先行きが影に覆われることになった背景を探ってみたい。

3.2 運用会社の成長

投資銀行のトレーディング業務では、規模を拡大する運用会社が脅威であると同時に重要な顧客でもあるのと同じように、投資銀行業務ではかつて PE ファームと呼ばれた機関との関係が危機後にますます重要性を持つようになってきている。Appollo、Blackstone、Carlyle といった大手は上場会社となり、収入源の多角化に加えて、リテール資金の獲得を狙うなど資金源の多様化も進めるようになった (Teitelman, 2013)。

運用面では、例えば Blackstone の場合、2008 年に GSO Capital Partners を傘下に収め、ディストレスト戦略など景気下降期に好調となる戦略へのアクセスを得て、危機後の 5 年間に資産を倍以上に増やした (Segal, 2013b)。その後の 4 年間に資産がさらに倍増し、運用資産の半分が 2007 年の IPO 時には手がけていない戦略に向けられていた (Segal, 2017)。成長の原動力となった GSO は、投資家から集めた資金を使って、景気循環に苦しみながらも担保として供出可能な資産を持つ企業向けに積極的な貸出を行った。これは銀行が資本コミットを避

けるようになって生じた穴を埋める役割を果たした (Segal, 2013a)。

このため、危機前であれば PE ファーム側が、助言だけでなく金融の提供と投資も行うとして投資銀行からの競争を非難していたのに対して、危機後には規制を受けずにあらゆる市場で活動しているとして、投資銀行側が代替運用業者 (alternative manager) と呼ばれるようになったそれら業者の活動を懸念するようになった (Teitelman, 2013)。もちろん、投資銀行にとって代替運用業者は単なる競合相手ではなく、顧客でもある。しかし、代替運用業者の成長は、取引における力関係で投資銀行を劣位に立たせることになる。

投資の出口ではそれが顕著である。特に追加の売り出しであれば投資家向け勧誘の必要性が小さく、投資銀行の手数料は低くなる。図 12 を見ても、IPO が低迷した 2015~2016 年にセカンダリーは比較的高い水準を保っているが、それはあまり投資銀行の収入につながっていない。この間はブロック取引の比率が高まっている。投資銀行の収入は 10 億ドル未満の案件で IPO なら平均 7%、通常のセカンダリーなら 4.9% であるのに対して、ブロック取引は 2% 程度と推計されている (Farrell, 2016)。2% というのは、あくまで投資銀行が買い取った株式を流通市場で上手く売りさばけた時の話である。

ブロック取引を利用するのは代替運用業者に限定されないが、それら業者が大量の持ち分を処分するのに便利な方法である。しかも、IPO 市場が不調であれば、投資銀行が競ってブロック取引を受けようとするため、売り手にとって条件が良くなる。Morgan Stanley の例では、2016 年 11 月に D. E. Shaw から James River Group の 300 万株を購入した。通常はブロック取引でも 1 日平均出来高の 10~20 日分が上限とされる中、この株数は 30 日分に相当した。危機前には一握りの投資銀行しか参加しなかった市場に、小規模なプレーヤーまで殺到するようになり、競争が激化したことが背景にある。この時期は、引受業者の競争を利用して代替運用業者が持ち分の売却を活発化させていた (Farrell *et al.*, 2016)。

一方、IPO による出口で、投資家向け販売の促進と、そのための引受業者選択に支援が必要な場合、代替運用業者はブティックを利用する傾向がある。例えば Blackstone は合併用 SPC の Triam Acquisition I の IPO で Solebury Capital Group に助言を求めたが、それについて公開市場グループ部長 Joan Solotar は「彼らは我々の取引に専門チームを派遣する。協力して活動し、まるで我々のチームの一部にいくつかの株式資本市場専門家を抱えているようになる」と証言している。また KKR パートナー Craig Farr は Solebury 創業者 Alan Sheriff について「複数ブックランナーの時代に、それぞれの銀行が提供する助言を整理するのは困難だ。Alan は聞いた内容を蒸留し、自分の考えを話してくれる」と賞賛している (Freed, 2008)。

危機後はさらに IPO での複数ブックランナー化が進展した。平均的なブックランナー数は 2002 年の 1.34 から 2017 年の 3.7 まで増加しており、主幹事だけでなく、あまり分売には関わらないパッシブな参加者が増えたということである。以前は発行者が調査や貸出に対する報酬をシンジケートへの招待の形で支払っていると見られていたが、現在は発行者が交渉力を発揮

するために使っているとの議論も登場している(Childs, 2019)⁷⁾。公開価格への影響は考えないにしても、参加者が増えればそれだけで投資銀行は手数料を分け合う相手が増えることになる。さらに Trian Acquisition のケースに見られるように、独立の助言業者が利用されることもある⁸⁾。そうすると、主幹事であっても取り分が少なくなると考えられる。

1件当たりの収入は少なくとも、代替運用業者が投資と出口の回転速度を上げれば、投資銀行にとって手数料獲得の機会が増える。しかし、この点についても Trian Acquisition のような仕組みは投資銀行の収益に影響する可能性がある。代替運用業者が通常のファンド形式で資金を調達すると、一定期間内に投資とその売却を実行しなければならないのに対して、SPCで恒久的な資金を調達すれば、出口時期の選択に裁量の余地が広がる。資金調達をめぐる競争の中で、同様の仕組みを利用する代替運用業者が増えるようになった(Whyte, 2017)⁹⁾。これも、条件設定での代替運用業者の交渉力を高める要因になると考えられる。

一方で、投資の入口となる案件の発掘は状況が複雑である。大手になるほど独自の案件発掘が多くなると予想されるが、必ずしもそうではないようである。BlackstoneのPEグループ責任者 Joe Baratta は、2017年に取り組むべき課題として、銀行の提案を待つのではなく、独自の案件発掘を再び重視することを挙げており、それを起業家的な文化への原点回帰と表現している(Segal, 2017)。組織が拡大する中で、効率的な業務の処理が進められると、より多くの持ち込み案件を求めるようになるのかもしれない。

また、2010年代のように株価が長期間にわたって持続的に上昇していくと、LBOでは魅力的なターゲットを見つけにくくなるはずである。しかも、歴史的な低金利環境で資金繰りに窮する企業が減少すると、ディストレスト案件にも期待することはできない。代替運用業者にとっての望みが大手企業による非中核事業や不採算部門の処分ということであれば、投資銀行が仲介に関与する機会が大きくなる。大手代替運用業者の多角化は、いかなる市場環境においても全ての戦略が不調に陥ることを防ぐ目的をもってしたが、それ自体は仲介業者の存在を排除するものではない。

しかし、大手代替運用業者が案件の発掘を仲介業者に求めたとしても、金融の提供を求めないブティックが選ばれるか、もしくは大手投資銀行と併用されるかもしれない。また、大手代替運用業者が独自の発掘を重視するようになれば、仲介業者とどちらがより多くの資源を持つかという問題になってくる。投資銀行にとっても、代替資産の運用業務は案件を発掘する上での一つの接点でもあった。そうすると、多様な代替資産での運用を中核事業とする業者も、それだけ幅広い案件との接点を持っていることになり、どちらが優位性を持つかは分野や状況に応じて異なるであろう。

PEファームの台頭はすでに危機前から投資銀行の収益性を圧迫する一因となっていた。プリンシパル投資と呼ばれる活動には、顧客ファンドへの出資や顧客案件への参加が含まれており、それは投資銀行の仲介活動からの利益を増幅するものであった。危機後には代替運用業者

がさらに強力な存在になった一方で、投資銀行はプリンシパル投資による収益の増幅に厳しい制約を受けるようになった。この状況が、大手投資銀行の業務展開において、底流となっている。

3.3 投資銀行によるベンチャー金融への関与

3.3.1 新興企業の IPO 鈍化と IPO 銘柄の不調

投資銀行業務の対象は代替運用業者だけではない。株式発行業務については、むしろ成長する新興企業を相手にするのが本来の姿であろう。しかし、上述のように、非公開企業には M&A や私募調達を選択肢が増えた反面、WeWork の問題によって投資家の目が厳しくなった。こうした新興企業を取り巻く環境の変化は、危機後における投資銀行のビジネスモデルとの相互作用が大きく、代替運用業者の案件発掘努力とも少なからず関わりを持つ。そこで、以下では新興企業による IPO について見ていく。

米では 1991~2000 年に毎年 530 社が新規公開していたが、IT バブル崩壊と金融危機の影響もあって次の 10 年には平均 126 社になった。しかも創業から IPO までの期間は平均 4.3 年から 10.3 年に伸びた (Segal, 2010)。その一因が選択肢の増加にあることは容易に想像できる。2013~2014 年には IPO 復調の波に乗ってテック企業や医療系企業が赤字でも上場を果たしたが、2015 年に投資家の警戒心が高まると新興企業の上場が下火になった (Demos and Driebusch, 2015a)。それでも、当時あるテック企業は主幹事選択に向け面接を実施していた。実行するかどうかは公開市場と私募市場の環境によるが、4~6 ヶ月内に IPO を行う選択肢が欲しいということであった (Farrell and Demos, 2015)。

普通に考えれば、投資家が赤字企業への懸念を強めれば、私募での調達も難しくなるはずである。Goldman の TMT 株式資本市場責任者 David Ludwig も、2015 年には明らかにセンチメントが変化しており、それは公開市場の評価に影響するだけでなく、私募調達を難しくすると指摘している (Demos, 2016)。

しかし、CBInsights によると私募調達で新たに評価額 10 億ドルを達成した米企業数は 2014 年の 36 社から 2015 年には 42 社へとむしろ増加している¹⁰⁾。また、2016 年は何度かの混乱を経ながらも株価が高値を更新し続けたが、IPO は前年よりさらに落ち込んだ。これについて Goldman 米株式資本市場共同責任者 David Ludwig は、発行者と投資家とともに、価格と取引が適切になると確信しがっていると分析している (Driebusch and Farrell, 2016)。やはり公開市場と私募市場で評価の差があると解釈すべきであろう。

実際、2017 年に株価が順調な上昇軌道に乗り、ボラティリティが過去にないほど低下すると、IPO に向けた準備が進むようになった。3 月には Snap が IPO で直近の私募調達時を大きく上回る時価総額を実現したことも後押しとなった。それでも Uber など一部の大手は公開準備をしなかった (Driebusch and Farrell, 2017)。2018 年に入るとさらに勢いが増し、IPO 銘柄

柄が S&P 500 や Nasdaq 総合を大きく上回る上昇を見せるようになった。そのため幅広い業種で IPO が見られた。けっして私募が不調になった訳ではなく、やはり上場を見送るユニコーンも多かった (Farrell, 2018)。

2018 年の後半になると市場のボラティリティが高まり、各種指標は大きな下落を経験した。IPO 銘柄も打撃を免れなかったが、それがむしろ多くの新興企業に IPO の決断を促すことになった。Goldman のテック業界 ECM 責任者 William Connolly は「みんな株価上昇が 10 年続いたことを分かっている。だから、彼らは永遠には待ちたくない」と指摘している。下げが大きかった期間に上場を延期した企業でも、年末には実行するところが現れた。そして Uber を含む多くのユニコーンが 2019 年の上場を決断した (Farrell and Driebusch, 2018)。

表 5 米ユニコーン上場数推移

2010	0				
2011	4	LinkedIn	HomeAway	Groupon	Zynga
2012	3	Facebook	Warkday	SolarCity	
2013	1	Twitter			
2014	4	Wayfair	GoPro	LendingClub	New Relic
2015	4	Box	SunRun	Pure Storage	Square
2016	3	Twilio	Nutanix	Nant Health	
2017	6	MuleSoft Denali Therapeutics	MongoDB	Cloudera	Blue Apron Snap
2018	8	Bloom Energy Anaplan	DocuSign Moderna	GreenSky Domo	Eventbrite Dropbox
2019	13	Medallia Pinterest 10X Genomics	Lyft PagerDuty Peloton	Uber Zoom Video SmileDirectClub	Slack CrowdStrike Health Catalyst Cloudflare

出所) Stamm, Stephanie (2019) “A Decade of ‘Unicorns’ Ends With a Little Less Magic,” *The Wall Street Journal*, December 17.

結局、公開市場の投資家も、少なくとも公開時には以上のような私募調達で評価額を膨らませた企業を受け入れた。表 5 で米ユニコーンの上場数を見ると、2016 年の 3 社から 2017 年 6 社、2018 年 8 社、2019 年 13 社と増加している。しかも赤字企業が多い。2010～2014 年上場の 12 社では 9 社が年間黒字を達成した実績を持つが、2015 年以降の 34 社では 1 度でも年間利益を達成したのは 4 社のみであり、その 1 社である Uber は本業ではなく投資からの利益によるものであった (Stamm, 2019)。

ただし、公開後も赤字が続くようなら投資家の評価は厳しくなる。2010～2014 年上場組は合計で最終ラウンド評価額 815 億ドルが、公開時に時価総額 1697 億ドルまで上昇し、IPO 年

末に1548億ドルに下落していた。単純計算で1社当りに換算すると最終ラウンド67億ドル、公開時はその208%の141億ドル、年末にその91%の129億ドルとなる。これに対して、2015年以降は最終ラウンド2037億ドル、公開時2631億ドル、年末2114億ドルで、1社当たりなら最終ラウンド59億ドルが、公開時に129%の77億ドルになり、年末には80%の62億ドルまで下げたことになる¹¹⁾。

もしかすると、公開時には乗り遅れまいとする投資家の心理が働くのかもしれない。その後は徐々に評価が修正されていく。そして修正の程度は2010年代の後半により大きくなっている。公開後の株価調整はユニコーンに限らず生じる現象で、特にテック系企業に当てはまるようである。2019年には9月末時点で同年のIPO銘柄の内、初値を上回るのは約1/3であったが、テック系企業の場合は14社の内3社だけであった（Gallagher, 2019）。年末までの期間で見ても、テック企業のIPO銘柄は、9社が慎重に設定されているはずの公開価格まで下回っていた（Gallagher, 2020）。

上記のユニコーンの数字から、2010年代後半には上場後の時価総額が私募の最終ラウンド評価額とさほど変わらない状況に至ったことが分かる。裏返せば、公開前にほとんど伸びしろがないほど評価額が高まっていたということである。2010年代の後半に、そこまで私募市場、中でもテック企業向けに、多額の投資を集中させる仕組みとはどのようなものであるかが問われなければならない。

3.3.2 ベンチャー金融の変質

ベンチャーキャピタル（VC）の大型化は、かなり前から進行していた。1990年代には機関投資家や大手投資銀行が運営するファンド・オブ・ファンズから大量の資金がVCファンドに流れ込むようになり、ITバブルが助長された。機関投資家は現金配当の大きさから、目標配分を超えてコミットするようになり、資本コールがあれば現金配当を利用した。バブル崩壊で投資の出口がなくなっても、過剰配分のコミットはそのまま残った（Gupta, 2010）。

VCの淘汰と大型化の中で、シード段階から成長初期にかけての投資でエンジェル存在感が高まると、今度はエンジェルが大型化し始めた。エンジェルは個人の資金を使って少額投資を行う起業経験者や現役の事業家を指すが、彼らが投資を行うことで他の投資家もその案件に参加する傾向があるのを見て、GoogleやPayPalなどの卒業生ら一部のエンジェルがファンドを立ち上げて外部資金を調達するようになった。それらはスーパー・エンジェル、あるいはマイクロキャップ・VCと呼ばれ、典型的なもので2万5000~100万ドル程度の資金を10ほどの新規事業に投資する（Tam and Ante, 2010）。

PayPal出身のDave McClureによると、スーパー・エンジェルは何十かの創業事業に投資して、そのごく少数が1億ドル未満で大手に買収されるだけで利益を上げることができるが、大手VCにはもっと大型の投資が必要と両者の差を説明している。しかし、ファンド・オブ・

ファンズを運営する Weathergag Capital の Judith Elsea は「通常のベンチャー・ファンドはパフォーマンスがあまりにまだらだ。だからスーパー・エンジェルのいくつかにはかなりのエクスポージャーを持っている」と話している (Tam and Ante, 2010)。つまりスーパー・エンジェルには巨大化した VC と競合する部分もある。

有力なスーパー・エンジェルは独自の経験と知識を持ち込んでコンセプトをテストし、初期段階の投資に規律をもたらす。それは後に投資する VC のリスクを低減させることになるが、それだけ期待リターンも低下させる。そこで一部の VC はパートナーを獲得してスーパー・エンジェルのようなファンドを立ち上げるようになり、シードから成長初期の投資をめぐる競争が激化した (Gupta, 2011a)。

しかし、ほとんどのエンジェルは実質的に資金提供以外の貢献をもたらさず、中には手取り早く次の段階に行かせようとして起業家には有害な存在と批判される投資家も存在した。一方で労力を費やしても、それがどの程度報われるかは、結局のところ資金力が大きい後期段階の投資家による評価に依存する。そのため、過去の初期段階投資の失敗から学習したスーパー・エンジェルは、少数の案件に限定して注力度を高めながら、後期投資を行う大口ファンドとの協力関係を構築するようになった。そして、この連携関係が見られたのは、もっぱら当時はウェブ 2.0 と呼ばれたテック分野であった (Gupta, 2011a)。

シードから初期段階にかけて対象事業を絞り込む仕組みの土台が形成されると、生き残った事業に大量の資金が投資されるようになった。しかも、非公開の証券を取引するインフラが形成されたことで、それら投資が公開市場のような性格を持つようになった。

Houlihan Lokey 出身の Barry Silbert は 2004 年に非公開証券の匿名取引を可能にする Restricted Stock Partners を立ち上げ、それを 2007 年には私募取引所を含む複数プラットフォームに拡張して、社名を SecondMarket に変更した。2010 年代初頭は IPO 不調で非公開証券の流通取引が活発化し、SecondMarket では VC ファンドが 40% 以上を占めたが、ヘッジファンドを含む他の運用会社も活発に参加し、個人の富裕層も 20% 近くを占めていた。その他に SharesPost、Xpert ATS などでも非公開証券が取引され、そこで取得された証券がファンド化されて売り出されることもあった (Gupta, 2011b)¹²⁾。

非公開証券の取引が容易になれば、創業者や従業員が持株を現金化できるため、新興企業は上場を急ぐ必要性が低下する。一方で投資家にとっては、非公開のまま成長した企業に投資する機会が生じる。機関投資家が代替資産への配分を増やすにつれ、VC では主力ファンドで運用資金が拡大した。そうすると、25 万ドル程度の少額資金を多数の相手に投資するのではなく、より大口の投資を好むようになった。2013 年には VC が実施した 1 億ドル以上の案件が 30 にもなった。ただ、その規模になると、より資金力のあるヘッジファンドや PE ファンドと競うことになる (Gupta, 2014)。

こうした環境で非公開での資金調達が可能化した訳である。Alliance Bernstein が 2015 年

に行った調査では、企業価値 10 億ドル以上のテック企業の中で非公開か上場 4 年以下の企業が 1/3 を占め、その内の半分が非公開企業であった。そして、それら非公開企業で直近の 1 年間に資金調達を行った割合は 82%と、その前年の 62%を上回っていた (Roarty, 2015)。2014 年が 2001 年以降では IPO のピークになっていたことを考えると、かなり魅力的な条件が私募市場で提示されていたのではないかと推測できる。

私募市場の条件が調達側に有利になる要因は、投資を求める資金量の拡大だけではない。シード段階からの選抜を経て、評価軸が変わることも重要である。Andreessen Horowitz のパートナー Scott Kupor による推計では、初期段階に入る資本がベンチャー金融全体の 5%しか占めない。これについて、Kupor は次のような指摘をしている。選抜過程があるため、ほとんどの会社は A ラウンドにたどり着けない。残った会社には見るべきものがあり、エコシステムにとって望ましい。後期段階では、S&P 500 をベンチマークとするような投資家も多く、彼らに VC が求めるような 3~5 倍のリターンは必要ない (Timms, 2015)。

つまり、すでに選抜を経た企業群に、公開市場と変わらない顔ぶれが投資するなら、公開市場と変わらないような評価額でもかまわない訳である。流通市場が整備されていることも、私募市場での評価引き上げにつながっているであろう。また、非公開企業でも、投資家は四半期毎の電話会議などを通じて、財務状況についての実態をかつてより把握するようになっているとの指摘もある (Farrell, 2017)。それは、成長した企業が、投資家と独自の関係を構築し、場合によっては助言銀行を利用せずとも、投資家から直接の資金調達が可能になったことの反映でもある¹³⁾。

さらに、シード段階で形成される緩やかなコミュニティのような起業家と投資家間の関係が、成長段階にたどり着いた有望な企業向けの投資機会を巡る競争を過熱させ、私募投資に乗り出した公開市場の投資家をそこに巻き込んでいるのではないかと考えられる。VC 関係者や起業経験者、新興企業役員などは個人的なネットワークで即席ファンドを組成し、特定の企業向けに多額の投資を行うようになった。もともとそうした仕組みは投資対象企業の従業員や早期投資家から持株を買い取るために利用されていたが、2010 年代半ばには会社から直接株式を購入するようになった¹⁴⁾。

特定の業界に精通する投資家が、仲間内のネットワークを使って当該産業の有望企業への投資を競うようになると、それに公開市場の投資家が追随しようとしても不思議ではない。2010 年代末には投信運用会社の 60%がポートフォリオに非公開銘柄を保有しており、2010 年代半ばから比率が倍になっていた。投資対象企業の評価額が上がると、投信も持ち分の評価を引き上げた。アクティブ投信にとっては、それがインデックスに打ち勝つための手段であった (Eaglesham and Jones, 2019)。

そして、それら投信を含む投資家が資金回収を急がなければ、私募市場において持続的に評価額を引き上げていくことも可能になる。PE ファンドが運用期間を長期化していたのは上述

のとおりである。また、VCも運用を長期化していた¹⁵⁾。加えてサウジのPublic Investment Fundなど、長期間にわたって出口を必要としないSWFが、シリコンバレーに足場を築いて投資に乗り出し、私募調達ラウンドで鍵となる役割を果たすようになったと言われる(Delaney, 2017)。

少しでも早く有望な事業に接点を持たなければ、投資に参加できない。しかし、いかに膨大な会社群が新規事業に乗り出したとしても、急激に成長できることは限られている。その選抜過程を切り抜けた企業向けに投資合戦が繰り広げられれば、評価額が高騰する。主要な投資家が公開前にほとんど参加し終わってれば、当該企業がIPOまでに伸びしろをほとんど持たなくなっても不思議ではない。残っている投資家にインデックス運用が多ければ、なおさら公開後の株価の伸びは限られるであろう。

3.3.3 投資銀行による私募市場への介入

非公開企業による私募調達の活発化とIPO低迷を、投資銀行が傍観していた訳ではない。むしろ、投資銀行の活動がその傾向を助長している側面がある。IPOの減少は彼らにとってけっして望ましい事態ではないが、引受手数料だけが収入源ではない。発行引受業務は、ビジネスモデル全体の中で評価しなければならない。

IPO低迷と歩調を合わせるように、アメリカでは上場企業数が減少している。世銀のデータによると、米上場企業数は1996年のピーク8090社から2012年には4102社まで減少し、2014年に4369社へと回復した後は、ほとんど数が変わっていない¹⁶⁾。この背景には私募調達の容易化に加えて、M&Aによる集中があり、残った企業の平均的な規模は大きくなっている(Farrell, 2017; Thomas, 2017)¹⁷⁾。その中で、大手投資銀行はIPOの大型化を推進した。

もともとIPOは投資銀行の株式調査に依存してきたところがある。あるブローカーの証言では、引受業者の選択に調査を重視する会社はまだあり、そのブローカーは調査部門が小さいため他のブローカーに取引を奪われているとのことであった(Sutherland, 2011)。しかし、大手投資銀行は調査範囲を縮小し、大手企業しかカバーしなくなった。IPOについても、JMP Securities投資銀行責任者Carter Mackによると、「バルジは年商1億ドル、潜在時価総額4~5億ドルになるまでIPOの見通しが良くない」として、小規模な企業にIPOの売り込みを行っていなかったということである(Segal, 2010)。

少数の投資銀行がIPOの門番役になっている限り、それら投資銀行の注目を集めない限りIPOへの道は開けない。Liquidnetなどが、発行市場でも電子取引の仕組みを応用して投資銀行の中抜きを模索するも、Facebookのような知名度が高く電子的な情報交換を得意とする会社ですら、大手投資銀行を引受業者とする伝統的な発行方法を利用しており、その牙城を崩すことはできていない(Denmark, 2012)。

成長企業が独自に投資家との関係を構築し、銀行を利用せずに私募調達を行うケースが出て

きたことは、大手投資銀行が IPO を支配する構図に対する挑戦が、別の所から生じてきたと見ることもできる。しかし、投資銀行は IPO 売り込みを待たず、私募仲介への取り組みを強化するようになった。Goldman は、危機の影響で IPO 市場が動いていなかった 2010 年に私募部門を立ち上げ、その後に企業が非公開に止まる期間の長期化に合わせてチームを拡大した。Morgan Stanley は以前から多くの部門を手がける私募グループを持っていた。2015 年には 2 人の上級担当者を追加し、うち 1 人はシリコンバレーに配置した。両社ともに、企業が独自の関係に依存してはたどり着けない投資家への広範なアクセス提供が売りであった (Demos, 2015)。

ただ、広範な投資家といっても、その範囲は限られている。私募投資には法的制限があり、大手投資銀行は規制の抜け穴を探し出してきた¹⁸⁾。しかし、それは一般の投資家に私募への参加を提供するためではなく、自社の顧客向けに優先的な投資機会を提供するためである。特定の会社向けに投資を募る即席ファンドの組成を、大手の投資銀行が手がけることもある¹⁹⁾。そもそも、IPO であっても大手投資銀行は顧客のヘッジファンドや、起業家を含む富裕層への配分を優先している (Freed, 2008; Farrell, 2017)。

投資家と資金調達を行う企業を取り次ぐ役割は投資銀行の存在意義であり、投資銀行は中抜き動きを放置できない。IPO での引受獲得はあくまでその一部であり、私募での仲介を手がけていれば、IPO 獲得の可能性も高まる。そうすると、投資銀行にとって、投資家を引きつけておくことはもちろん、いかに有望な企業と早い段階から接触を持つかが重要になる。しかし、有望な投資機会へのアクセスをめぐる競争は激しい一方で、大手の投資銀行は非公開の小規模な企業を自ら発掘する能力に乏しい。

その穴を埋める可能性を持つのが商業銀行業務である。この分野では 1983 年に創業した Silicon Valley Bank が、VC や起業家のコミュニティに食い込み、有力企業の大多数と取引関係を持つようになっていく。VC との付き合いは、潜在的な貸出にたどり着き、既存の貸出に対するフィードバックをもたらす。それによって私募ラウンド間のつながりや、買い手が見つかるまでの融資案件を獲得している。これに匹敵するのは難しいようであるが、J. P. Morgan や Morgan Stanley も、新興企業と VC 向けの商業銀行業務に取り組むようになった (Pulliam *et al.*, 2015)。

貸出はそれ自体が収益源になるだけでなく、創業者向け財産管理業務の付随サービスにもなる。そして、それが私募調達ラウンドの仲介や IPO 引受の獲得にもつながる可能性を持つ。WeWork の件で、その実態に注目が集まるようになった。同社向けには J. P. Morgan が 2015 年に銀行団を率いて 6 億 5000 万ドルの貸出を提供し、その 2 年後にさらに 5 億ドルを融資した。2019 年に貸出提案で J. P. Morgan と Goldman が競い、J. P. Morgan が案件を勝ち取って IPO 主幹事の地位も獲得した。しかし IPO に失敗して現金不足に直面した WeWork が融資を求めると、J. P. Morgan はそれを拒否した (Benoit *et al.*, 2019)²⁰⁾。

以上のように、IPOの大型化、成長企業の選抜、少数の企業に対する私募投資の殺到、非公開市場の準公開市場化といった流れに、大手投資銀行は積極的に関与している。特に商業銀行子会社を利用した貸出は、有望企業への早期アクセスだけでなく、商業銀行業務の形をとったプリンシパル投資と見ることもできる。ただ、効率を求めて急成長企業へと投資を誘導することだけに注力し過ぎると、自らも少数の企業との取引を巡る競争に巻き込まれ、状況の変化に対する抵抗力を失うことになりかねない。

3.4 M&A 助言業務を取り巻く環境

M&A 助言は長らく投資銀行業界にとって中核的な業務であり続けているが、1990年代からM&Aが企業戦略の一環として定着するとともに、投資銀行は収入低下の圧力を受けるようになった。それは資金力を持つ商業銀行系とブティックを交えた競争が激化したこと、企業が作業の多くを独自にこなすようになったこと、そして代替運用業者がM&A市場で存在感を高めたことが要因となっていた。こうした傾向は今日においてむしろ強まっている。

危機後に合併、破綻、一部業者の撤退などで大手間の競争が緩やかになっても、それは新たな競争相手にとって勢力を強める機会となる。これまで繰り返されてきたように、大手がリストラで大量に人員を削減すると、その人材が独立するなり、小規模な業者に移るなりして、大手と競う部分も出てくる。代替運用業者がブティックを助言に利用するのと同じく、企業もブティックを利用することで、大手投資銀行に対する交渉力を高めるか、あるいは偏りのない助言を受けることができる。実際、危機後の低迷からM&Aが回復に向かうと、ブティック業者が大型のM&Aでも存在感を高めるようになった²¹⁾。

企業が独自にM&Aの作業をこなす傾向については、各企業が回数を重ねる毎に高まっていくと考えられる。しかし、危機からの回復期には、別の助言が企業にとって必要性を高めた。危機後には企業が守りを固めて現金をため込むようになっており、それを勝機とみたアクティビスト戦略のヘッジファンドが企業に攻撃をしかけ始めた(Rose-Smith, 2011)。この時期にはM&A活動が回復し始めたとは言え、まだ低水準に止まっている。その一因は、アクティビストが、M&Aではなく、レバレッジを高めて株主還元を行うよう要求したことである(Teitelman, 2014)。

この状況下で、企業は投資銀行に助けを求めた。投資銀行はこれまでM&Aで、ある時は買収側に、また別の時は防衛側について案件に関与してきた。しかし、対アクティビストではもっぱら企業側の防衛活動に集中する。アクティビストの活発化に応じて、投資銀行の防衛活動も活況を呈し、Morgan StanleyもHarry Wilsonとの和解でGMに助言を提供したり、Third Pointから株式を取得されたSonyに助言を提供したりした。Family Dollar Storesに対しては、対Triun Fundと対Carl Icahnの2回に渡って助言を行った(Hoffman, 2015a)。

ただ、投資銀行が対アクティビスト防衛の助言を提供しても、手数料を生み出すとは限らな

い。Morgan Stanley の場合は、M&A 責任者 Robert Kindler が他のバンカーよりアクティビストに好意的と評価されている。Kindler は業界会合で、アクティビストの思考によってコストが削減され焦点が明確になるため、アクティビストは害よりも益の方が大きいと発言していた (Hoffman, 2015a)。これはむしろ当然の考え方で、投資銀行にとって、企業がアクティビストからの求めに応じて、自社株買いを行ったり、非中核事業を売却したりする方が収益機会は大いであろう。

アクティビストが公開キャンペーンを展開する場合、その成否を大きく左右するのは議決権助言サービス会社の推奨である。代表的な存在が Insutitutional Shareholder Services (ISS) であり、アクティビスト寄りの推奨を行う傾向が強かったため、企業から忌み嫌われていた。しかし、カリフォルニア州教職員退職年金基金の企業統治責任者 Anne Sheehan は「ISS を非難するのは、我々を非難するのと同じだ。彼らの推奨どおりに投票しないことも多い。我々自身の方針に沿って投票している。しかし彼らが事実を間違えることはほとんど無い。同意できないことがあるのは、通常、解釈の問題だ」と主張している (Celarier, 2018)。

つまり、アクティビストの活動が成功するかどうかは、大手機関投資家の意向にかかっているのである。投資銀行が企業向けに防衛助言を提供できるのも、大手機関投資家との接点が大きいためである。投資銀行が投資家と企業 IR との取り次ぎ役を果たすのは、機関投資家向けのサービスであると同時に、企業向けのサービスでもあった。株主圧力の高まりは、投資銀行が自らの存在意義を保つ上で、好都合な現象と考えられる。

問題は、投資銀行が株主価値を説くことで、実際にどれだけ企業を行動に駆り立て、そこから収入を獲得することができるかである。2013 年頃までは企業に自社株買いや負債発行を促すことはできて、M&A は抑制することになってしまった。それが、2014 年頃からは、ようやく M&A が動き出した。これについて、Advent Software を買収した SS&C Technologies 会長兼 CEO の Bill Stone は「長い間、角を引っ込めていた。アニマルスピリットを解放しなかったんだ。長い時間が経って、自社株買いと配当をたっぷり行って、ようやく人々は事業を強化して成長する必要があると言い出した」と話している (Mattioli and Cimilluca, 2015)。

一度動き始めれば、他の企業も競争相手に遅れまいとして合併を急ぐことになる。そのきっかけを作ったのもやはり投資家であった。通常、買収を発表すると買い手の株価は下落する。ところが、2013 年にはいくつかの案件で買い手の株価が上昇する事例が出てきた。製薬 Endo International は Paladin Lbs との買収合意を発表すると、株価がその翌日にかけて 29% 上昇した。サイバーセキュリティ FireEye の場合は、Mandiant との買収合意で 31% も上昇した (Mattioli and Cimilluca, 2015)。これは、投資家も企業の成長に M&A が必要と考えるようになったことを示唆している。

この活況が 2015 年まで続き、投資銀行に大きな収入をもたらしたことは、前掲図 9 から分かる。しかし、それで順風満帆という訳ではない。M&A の件数と金額が増加しても、プティッ

クとの競争が激しくなっており、さらには10億ドル以上の案件でも買い手が投資銀行の助言を利用しないケースが増え、2015年には件数の26%を占めた。企業役員が挙げたその理由には、機密保持と迅速な行動の必要、手数料の節約に加え、銀行が顧客の利益を必ずしも優先しないことが含まれていた(Mattioli, 2016a)²²⁾。

さらに深刻なのは、投資家による好意的な反応が長続きしなかったことである。2015年の夏場にはすでにM&A公表翌日に、平均して買い手の株価が下落する状況に戻った。アナリストの分析では、最悪の案件がM&A市場のピークで行われることが多かったことを投資家は懸念している可能性があるとのことであった(Hoffman, 2015b)。それだけ、同年には大型案件が頻発したことを物語っているのであるが、それは投資家に合併が審査で差し止められることを懸念させるようになる²³⁾。そもそも集中が進み過ぎれば、その業界ではさらなる大型案件が生じる余地は限られるようになる²⁴⁾。

世界的に巨大企業の市場支配力に対する懸念が強まっている²⁵⁾。それら企業の活動はほとんどの場合に複数の国や地域にまたがっており、合併を行うとそれぞれの国で審査を受けることになりかねない。巨大企業間の合併が完全になくならないまでも、かなりハードルが高まっていることは間違いのないであろう。Morgan Stanleyの場合は、MUFGの協力もあり、それでも行われる大型案件の仲介で健闘していたことは既述のとおりである。しかし、製薬業界でも新興企業の買収が主流になったとの指摘もある²⁶⁾。

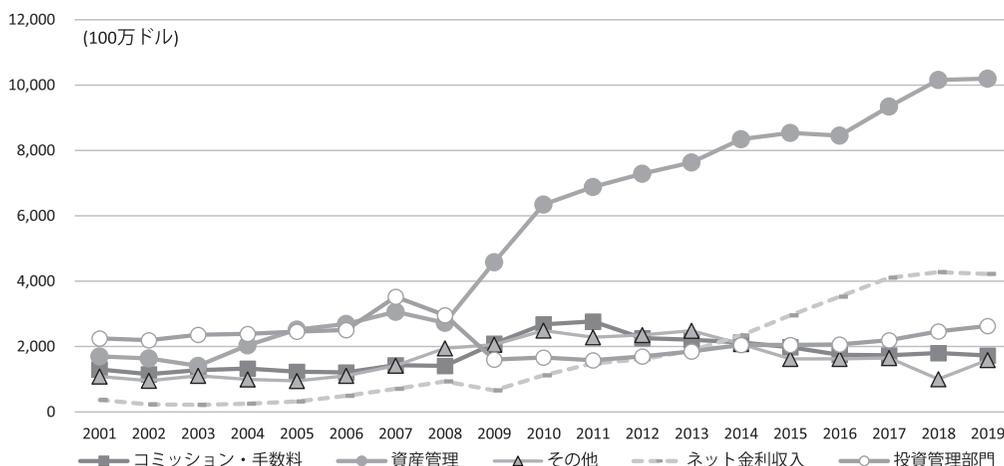
巨大企業による新興企業への投資が、どこまで政治的に容認されるのかは業界によるであろう。テック業界や製薬業界に限らず、多くの企業がVCと協力するか、あるいは自らVCを設置して事業革新の種を求める動きはあった(Vartabedian *et al.*, 2020)。これも有望企業へのアクセスを巡る競争を激化させ、一部新興企業の非公開市場における評価額高騰を助長していたのは想像に難くない。M&A業務の観点からも、投資銀行にとって新興企業へのアクセスは極めて重要であったが、結局は限られた企業との関係に傾倒しただけであるなら、将来の収益源を自ら毀損することになってしまったのかもしれない。

4 ウェルス・マネジメント業務

4.1 ウェルス・マネジメント業務収益の推移

危機後におけるMorgan Stanleyの改革を象徴するのが、Smith Barney買収を通じた財産管理業務の強化である。グループの業務別収入で、2012年から資産管理が最大の収入源であり続けており、その大部分は財産管理部門から来ている。図13で財産管理部門の収入内訳の推移を見ることができる。資産管理収入に注目すると、別グループの投資管理部門は2007年に収入が高まった後は、2009年まで落ち込み、その後はほとんど横ばいになっている²⁷⁾。これに対して財産管理部門の資産管理収入はSmith Barney買収によって急増し、その後も着実に伸びている。

図13 ウェルス・マネジメント部門収入内訳



注) コミッション・手数料、資産管理、その他、ネット金利収入は Wealth Management 部門の数値。投資管理部門は Investment Management 部門の資産管理業務収入の数値。

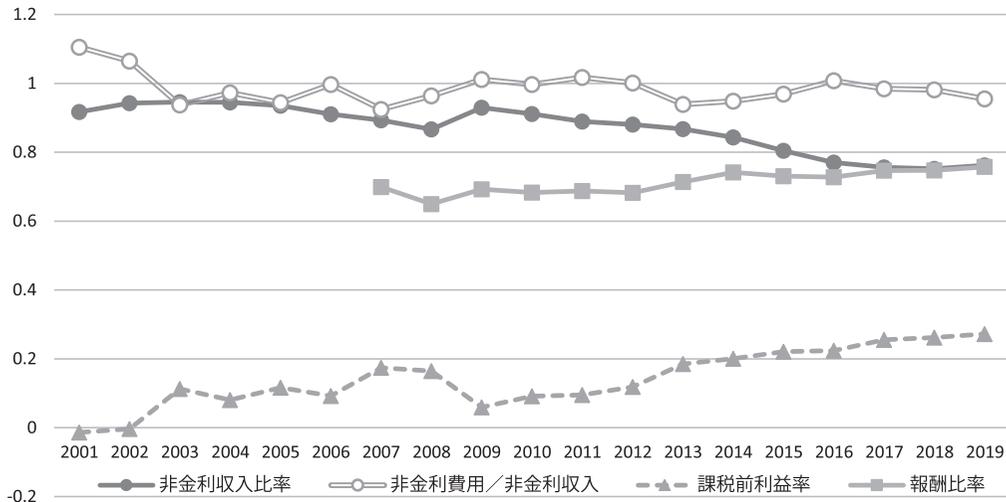
出所) 図9に同じ。

財産管理部門にはコミッション・手数料収入もあるが、こちらは同じく Smith Barney との統合に伴って水準を高めた後は、緩やかながら減少傾向にある。ただし、現在でも統合前の水準は上回っている。一方で、ネット金利収入は 2009 年に若干落ち込んでから、2017 年までは大きな増加が見られ、2018 年からもその水準を維持している。グループ全体についても、ネット金利収入の比重が高まっていたが、かなりの部分はこの財産管理部門の貢献によると見られる。

図 14 にもネット金利収入の貢献が表れている。財産管理部門の課税前利益率は危機後に一貫して上昇しているが、収入に占める非金利収入の比率はその動きとかなり対称的になっている。そのため、非金利収入に対する非金利費用の比率を計算すると、ほとんど横ばいになっている。資産管理収入が大きく伸びたとはいえ、ネット金利収入抜きではほとんど利益率が高まっていないことになる。そして、非金利費用に対する報酬の比率は上昇している。特に 2007 年から 2014 年の期間では 64% から 74% へと 10 ポイントも高まっている。その後はやや抑制されたことで、非金利収入が利益率に対する貢献を高めた。

二つの図を合わせて見ると、2014 年までは資産管理収入の増加が報酬の増加を伴っており、ネット金利収入がなければ利益率を引き上げるができなかったと考えられる。2015～2016 年には資産管理収入の伸びが止まり、非金利費用の非金利収入に対する比率が上昇しているが、人件費比率も伸びが止まっており、費用抑制の努力がある程度の効果を発揮したと推察できる。そして、2017～2018 年は資産管理収入が勢いを取り戻し、非金利費用の伸びを上回った。

図14 ウェルス・マネジメント部門営業効率



注) 非金利収入比率=非金利収入/(非金利収入+ネット金利収入)。課税前利益率=課税前利益/(非金利収入+ネット金利収入)。報酬比率=報酬/非金利費用。

出所) 図9に同じ。

表6 ウェルス・マネジメント部門資産・負債

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
資産・負債(10億ドル)							
顧客資産	1909	2025	1985	2103	2373	2303	2700
手数料口座	697	785	795	877	1045	1046	1267
手数料口座比率(%)	36.51	38.77	40.05	41.70	44.04	45.42	46.93
顧客負債	39	51	64	73	80	83	90
銀行預金プログラム	134	137	149	153			
投資証券ポートフォリオ	53.4	57.6	57.9	63.9	59.2	68.6	67.2
ローン・貸出コミットメント	29.5	42.7	55.3	68.7	77.3	82.9	93.2
販売員(人数)	16456	16076	15889	15763	15712	15694	15468
手数料口座流出入(10億ドル)							
ネット流出入			45	54	75	66	87
市場インパクト			-35	28	93	-65	134
平均手数料率(bp)			74	72	76	74	73
米銀行子会社データ(10億ドル)							
ウェルス・マネジメント部門貸出							
証券担保貸出その他						44.7	49.9
住宅不動産						27.5	30.2
預金						187.1	189.3

注) 投資証券ポートフォリオとローン・貸出コミットメントは、2014年にWealth management US subsidiary bank dataとして記載されていた。2013年は2014年公表分。平均手数料率は2017年に公表された数字によると2015年80、2016年77と、この表で採用した数値から大幅に上方修正されている。米子会社銀行はMorgan Stanley Bank N. A. およびMorgan Stanley Private Bank N. A.。2018年の数値は2019年公表分。

出所) 図9に同じ。

このように、財産管理部門の収益性を規定しているのは、資産管理収入、報酬、そしてネット金利収入になっている。資産管理収入は、手数料ベースでの運用報酬による部分が大きいと考えられる。表6で顧客からの預かり資産についての情報が得られる。顧客資産全体では、2013～2019年にかなりの増加が見られるとは言え、年によっては前年を下回っていることもある。しかし、手数料口座は一貫した増加になっており、顧客資産に占める比率は期間中に10ポイント以上高まっている。

この部分での収入は預かり資産残高に対する一定比率の手数料が基本であるため、預かり資産の順調な増加は、それに応じた収入拡大に結びつくことになる。しかし、手数料口座の平均手数料率では、若干の低下傾向が見られる。特に2017年に修正された過去データから判断すると、一貫した低下傾向ということになる。それだけ、収入を高めるには大きく預かり資産を増やさなければならない。同じ表で資金流入の状況を見ると、顧客からの新規資金確保に成功しているようであるが、市場インパクトも無視できない。特に2017年と2019年にはネット資金流入を上回っている。

資産管理収入はトレーディングと比較すれば安定的であっても、市場変動の影響から逃れられない。2010年代の好調は長らく続いた株価上昇からかなりの恩恵を受けたと考えられる。市場変動に関わらず高い収入を得るには、顧客から新規の資金を引き寄せなければならないが、それには高成績の人材確保が不可欠である。表6を見ると、人員増加は抑制されており、むしろ1人当たりの収入増加が目指されているようである。

もう一つ、株価上昇への依存を低下させるのがネット金利収入である。表6では顧客負債が顧客向け貸出を表している。その大部分は子会社銀行に記帳される証券担保貸出と住宅ローンである。銀行子会社の預金はグループ全体から集まるはずであるが、途中で途切れている銀行預金プログラムと比べると、ほとんどウェルス・マネジメント部門からのものではないかと推察される。この貸出収入と預金コストの差額がネット金利収入の大部分を占めるはずである。つまり、顧客向けの貸出と低コスト預金獲得が、財産管理部門の利益率を高めていたということである。

従来は外注していた住宅ローンを2017年から内部化し、証券担保貸出と合わせて推進しながら、預金獲得にも注力しているようであるが、この銀行業務でMorgan Stanleyは決して大手ではない²⁸⁾。この部分を強化しようとするれば、巨大な商業銀行系グループとの競争に立ち向かわなければならない。

このように、財産管理業務の強化に成功してきたといっても、それで安泰という訳ではない。安定した高水準の収入が得られるとすれば、それ自体が競争相手を引きつける要因になってしまう。財産管理業務はまさに多様な領域から競争圧力が高まっており、証券業界の構造変化を象徴するような分野である。以下では、リテール証券市場における環境変化と、その変化へのMorgan Stanleyの対応を追っていきたい。

4.2 大手ブローカーの総合力と独立業者の差別化

財産管理業務は資本の必要性が小さく、低リスクな顧客相手のサービス提供であるため大手投資銀行にとって魅力は大きいですが、後述するような規制の圧力や顧客のオンラインシフトに加え、人材独立の活発化などといった課題が噴出していった(Rudegeair and Rexrode, 2016)。特に人材独立は、顧客資産がアドバイザーとともに動く傾向が強いため、顧客資産の流出につながる。Morgan Stanleyを含むブローカー業務大手は、相互に成績優秀な人材の引き抜き合戦を展開すると同時に、それら人材の引留めに高額な報酬を支払わなければならなかった。それが収益性を引き下げることにもなった(Wursthorn, 2015a)。

人材引留めのための報酬は、一定期間後に免除されるローンの形をとることが多い。危機前後は合併が多く、そうした機会に人材流出が起こる。各社は買収対象の人材を引き留めるために、ローンの報酬を活用したため、流出に歯止めをかけることができていた。しかし、それが満期を迎え始めると、採用競争が過熱することになる(Wursthorn, 2015b)。そこで高額報酬を提示するのであれば、それ以上に収益を高めなければ意味が無い。収益性引き上げのために大手ブローカーが目指したのは、クロスセルの強化であった。そこには独立業者に対する差別化の意図も込められていた。

独立助言業者は最近登場したものではなく、1990年代には手数料口座の普及に貢献していた。当時はいまだコミッションへの依存が大きかった大手ブローカーと異なり、独立助言業者は偏りのない助言を行うことができると訴えた。しかし、大手ブローカーは、自分たちがIPOへのアクセスや複雑な資本市場商品などを富裕層に提供する上で優位性を持つと主張していた(Barber, 2015)。ヘッジファンドへのアクセスもその中に含まれ、機関投資家の配分増加で最低投資金額が高騰する中でも、ブローカーは富裕層向けの投資手段を編み出していた²⁹⁾。

危機後には富裕層が保守的な運用に回帰し、大手ブローカーから離れたという話もあるが、それが長続きしたとは思えない³⁰⁾。大手ブローカーは、資産が多い富裕層ほど、ブローカー商品だけでなく、幅広い投資銀行商品を必要としているとして、投資資産500万ドル以上の富裕層顧客獲得に集中するようになった。Morgan Stanleyでは2009年以降に投資資産1000万ドル以上の超富裕層が80%以上増加した。また、割引ブローカーがマス富裕層向けのサービスを強化したことも、大手ブローカーをより上位の富裕層に向かわせることになったようである(Wursthorn, 2015e)。

富裕層向けに投資銀行サービスを提供する上で、Morgan Stanleyでは財産管理部門と投資銀行部門の上級役員を入れ替えるといった人事が行われた。これは両部門で経験を積んだトップ人材を育成することによって、グループ内の連携を強めることが目的とされていた。かつてであれば投資銀行部門の上級役員を財産管理部門に異動させるなど考えられなかったであろうが、グループ内における財産管理部門の位置づけが高まったことで、それが容易になったとい

うことである (Baer, 2015)。

しかし、富裕層向けに提供するのには投資銀行サービスだけではない。貸出も収益性を引き上げるために不可欠なサービスであった。ここでの貸出は信用取引目的のものではなく、預かり資産を担保とした貸出で、住宅やヨットの購入などに利用された。大手ブローカーはいずれも、報酬によってアドバイザーに顧客へのローン提供を促しており、FINRA がそのリスクを懸念するほどであった (Rieker, 2015)。実際、2016年に Morgan Stanley はマサチューセッツ州から、ブローカーに新規ローン契約数を競わせるコンテストを開催して顧客をリスクに晒したとして訴えられている (Hoffman, 2016)³¹⁾。

貸出以外にも大手ブローカーが売り込む銀行商品は多い。Morgan Stanley の場合は、顧客によるオンライン請求支払いやクレジットカード利用をブローカーの報酬と結びつけ、銀行子会社の預金積み増しを目指した (Wursthorn, 2015h)。また 2016 年には外部の ATM から入金された際の手数料を払い戻したり、無料の ID 保護の仕組みを提供するなど口座の利便性を高めた。CEO の Gorman は「より多くの銀行、貸出商品を詰め込んで、パイプラインを満たしていく」との方針を示しており、マサチューセッツ州からの訴えについて聞かれても、「それが当社のアプローチを変えることにはつながらない」と答えた (Wursthorn, 2016f; Wursthorn, 2016i)。

実は大手ブローカーのこうしたクロスセル強化が、ブローカーに独立を促す要因にもなっている。独立助言業者には大手ブローカーの販売文化に対する不満が大きい。Smith Barney 時代から助言業務に携わる Botkin 親子は 2015 年に Morgan Stanley から独立して Botkin Group を立ち上げ、ブローカー業務は LPL Financial との提携を利用することにした。独立について娘の Sara Botkin は「我々は自身の投資資金から収入を生み出したいと願う人々に焦点を当てている。大手機関は銀行商品や貸出を押し付けてくる傾向がある。我々の顧客に負債は必要ない」と述べている (Wursthorn, 2015c)。

顧客向けに商品を提供するにしても、大手ブローカーの場合は実質的にクローズド構造になっていることが嫌われることもある。Morgan Stanley の Kirk Bham Group として活動していたブローカーが 2016 年に独立して 6 Meridian LLC を立ち上げた際、そのメンバーの 1 人 Thomas Kirk は、提供する商品を広げられることを独立の利点に挙げていた。Morgan Stanley では全ての投資に関する選択肢、運用業者、投資スタイルが本部委員会によって審査されるが、独立すればもっと機敏になるということである (Wursthorn, 2016g)。これは Morgan Stanley に限った話ではない³²⁾。

危機後に大手投資銀行グループが総じて富裕層助言業務を強化したことでその分野の競争が激化し、人件費の高騰に伴って、業務効率の追求によって収益性を高める必要性が強まったと考えられる。それが独立助言業者の増加を促し、大手ブローカー側ではさらに効率性向上に向けた動きが加速したのであろう³³⁾。2016 年に Morgan Stanley から独立系の Steward

Partnersに移籍したEric BeileyはSmith Barney時代からのベテランであったが、大手ブローカーがここ数年で変わってきて顧客へのサービスが難しくなったと理由を語っている。Beileyによると、大手はあまりに利益の圧力を受けているとのことである(Wursthorn, 2016d)。

収益性の重視は最終的に高額報酬にも向かっていく。収入が顧客資産に連動し、顧客資産はアドバイザーに付いてくる傾向が強いため、単純な報酬の引き下げは不可能であるが、まず大手ブローカーは独立の阻止を目指した。2014年にMerrillから独立してIHT Wealth Managementを立ち上げたSteven Dudashは、Merrillが顧客の資産移転を少しでも遅らせるために、彼からの電話をたらい回しにするなど、あらゆる手段を講じたと話す。Dudashは、次に出て行こうとする人間を脅すことがその目的と見ている(Wursthorn, 2016a)。

また、業界では2004年の合意で、アドバイザーは離職時に顧客の名前、住所、電話番号、メールアドレスを持ち出すことができることになったが、大手は人材の独立増加に直面して、その例外を作り始めた。例えば退職したアドバイザーが顧客を同僚に引き継ぐプログラムを導入し、その対象顧客の情報持ち出しは合意の対象外とするなどである(Wursthorn, 2016a)。そして、2017年にはMorgan Stanleyが合意からの撤退を表明し、それにUBSが続いた。Merrillは合意の留まると表明したが、その方がアドバイザーの独立を防ぐ効果があると判断したからではないかと見られている(Beilfuss, 2017c)。

人材獲得について、2015年の段階でBank of AmericaのCEO、Brian Moynihanは財産管理事業で1人当たりの生産性を犠牲にしてもアドバイザー数の増加を目指すとしていた。しかし、Morgan StanleyのGormanは「Merrillに追随することはない。さらなる利益率向上は銀行預金積み上げと自然成長によって達成される」との態度であった(Wursthorn, 2015f)。実際にアドバイザー数は減少しており、それについて、超富裕層に対応するアドバイザーを獲得する一方で、小口顧客に対応していたり、収入が低いアドバイザーを削減する戦略の一環であるとの声明を会社として出している(Wursthorn, 2015g)。

人員の抑制による生産性の引き上げではUBSが先行し、同社は2012年に1人当たり収入が100万ドルを突破した。その際の人員数はMorgan StanleyやMerrillの半分未満であった。その上、米財産部門トップのTom Naratilは2016年にさらなる生産性向上に向けた改革案を打ち出した。新たに獲得するブローカーの数を1年あたり40%削減し、浮いた資金を既存のブローカーに対する報酬に利用するとのことであった。そして2017年第1四半期には1人当たりの収入を117万ドルに高めた(Wursthorn, 2017g)。

Morgan Stanleyも徐々に生産性引き上げを優先するようになり、2017年に1人当たり100万ドルを突破して、Merrillを抜き去った(Wursthorn, 2017b)。報酬の高騰を伴う人材獲得競争は、収益性の足かせになる。報酬の抑制はブローカーに受託者責任を適用する規制への対応という面もある(Beilfuss, 2017a)。しかし、より重要なのは高額報酬の対象者を高成績の人材に限定することで、生産性を引き上げることである。2010年代には、その必要性が高ま

る一方、実現するための基盤も整ってきた。

4.3 助言業務におけるアンバンドリングとリバンドリングの進行

登録ブローカーと登録投資助言業者は法的な扱いが異なっても、実際には役割が重複する部分もある。ともに顧客の投資意思決定に関与しており、運用業者の役割とも重なっている。大手ブローカーによる事業展開は、これら三つの役割をまたぐポジショニングの模索として捉えなければならない。

もともとブローカーはコミッション自由化以降に収益性が低下し、徐々に助言業務へと侵攻するようになった。しかし、収入の獲得方法ではブローカーとしての性格を完全には抜け出していない。インデックス運用の普及は、その問題に注目を集める一つのきっかけとなった。

Morningstarによると米株運用の投信・ETFではパッシブ運用の比率が2019年に50%に達したが、ブローカーの顧客では比率がその半分にも満たなかった。大手ブローカーでも、過去10~15年に顧客資産に占めるパッシブ運用の比率が大幅に高まったとは言え、2018年に24%であった。これについて、助言業者評価サービスSpringReef創業者Doug Blackは、ウォール街の販売文化では、ブローカーが顧客と運用業者の間に入り込んでおり、手数料の高いアクティブ運用業者は大手ブローカー会社に支払いして、同社のブローカーと顧客の情報にアクセスしようとする指摘している (Smith, 2019)³⁴⁾。

大手ブローカーは総じて手数料口座へのシフトを進めており、そうするとアクティブ運用を顧客に勧めても利益にはつながらないとの指摘もある。しかし、コミッション口座が完全になくなった訳ではない。独立アドバイザーのJennifer Ellisonによると、彼女のところには毎年大手ブローカーから10程度の新規顧客が流れてくるが、その口座にはパッシブ・ファンドが10~25%しかない。残りはコミッションや販売手数料を支払う外部運用業者に配分されており、それがアドバイザーの報酬になっているとのことである (Smith, 2019)。

ブローカーのこうした慣行に挑戦してきたのがVanguardである。同社は投信の直販も行うが、独立助言業者が有力な販売チャネルになると考えた。そこで、カストディ業務を立ち上げ、幅広い商品の品揃え、事業支援担当者による対応、モデル・ポートフォリオや教育の提供などによって独立助言業者を支援してきた。Vanguardのファンドは直販向けであったため、販売時のロードや12b-1手数料を含めていなかった。それが、残高に応じて顧客から手数料を徴収し、登録助言業者として受託者責任に従う義務を負う独立助言業者のビジネスモデルに適合していた (Segal, 2015)³⁵⁾。

Vanguardが仕掛けた運用商品の価格競争は、その後加熱していく。2000年代半ばにはVanguardとFidelityの運用手数料引き下げ合戦が展開され、それに他社も追随することになった (Lauricella, 2005)。2010年代には公開市場でのアクティブ運用がインデックスに勝てないことで、投資家は経費率が低いインデックス投信に流れた。インデックス運用は規模の

経済が働きやすい上に、差別化要素が少ない。この争いは、Fidelity がロスリーダーとして、経費率がゼロの投信を発売するところまで来ている (Segal, 2018)。

運用手数料で言えば、投信よりも ETF の方が一般的に低いが、ETF の場合は取引にコミッション支払いが必要になる。長期投資であまりポートフォリオの組み替えを行わないようであれば問題はなくても、年金プランのように定期的に小口の掛金によって残高を積みまして行く場合には毎回のコミッションがかなりの負担になる。そこで、2009 年 11 月に Charles Schwab がコミッション無しの ETF を発売し、それに Fidelity、Vanguard、TD Ameritrade、Scottrade が続いた (Glazer, 2011)。

このように、運用手数料とコミッションの引き下げ競争は、同時進行してきた。現物株を含むコミッションが縮小する中、Schwab は 2013 年に ETF OneSource を立ち上げ、そこに含まれる ETF のコミッションは無料にしたが、外部の運用業者は取り扱いリストにファンドを載せるため 1 本につき年間最大 25 万ドルもの費用と、実際に集まった顧客資産の最大 0.2% の手数料が求められ、それが Schwab の収入補填になった (Krouse, 2017)。TD Ameritrade の場合も同様のプラットフォーム運営で収入を得ていた (Maxey, 2017b)。しかし、コミッションの価格競争が最終的に全ての ETF 取引を無料にするところまで行き着いた。そのため、運用会社にとってプラットフォーム参加の意義は失われた (Osipovich, 2019)。

運用手数料が低下し、コミッションも期待できないとなれば、それだけ収入の源泉として投資助言の重要性が高まる。大手ブローカーがコミッションから助言業務に軸足を移そうとしているのも、その反映である。UBS の場合は、顧客向けの SMA まで運用手数料を廃止した。SMA では投資家が特別仕様の運用を行うことができるとは言え、運用会社で投信の運用を担当する同じマネジャーが運用を担当することが多い。UBS は一部の株式投信でも運用手数料をすでに免除し始めていた。これらの料金体系では、収入はアドバイザーが助言手数料として受け取り、運用マネジャーにはその中から運用額に応じて支払われることになる (Baer, 2019)。

中堅ブローカーも助言業務で大手に対抗するようになってきている。例えば LPL Financial は危機後にアドバイザー獲得を重視しながら、独立アドバイザー支援業務も強化するようになった。一時は急成長で後方事務機能が追いつかなかったようであるが、法務、リスク管理、規制遵守向け人員も増強して、アドバイザーから仕事の効率が上がったとの評価も出てくるようになった (Wursthorn, 2016e)。LPL Financial は Botkin Group の支援業者であった。Raymond James も大手と競合するブローカーで、上の例では Steward Partners に支援業務を提供している。また、危機後は独立助言業者がすぐに活動を始められるよう、あらゆるインフラを提供する Dynasty Financial Partners や Hightower Advisors と言った会社も登場した (Wursthorn, 2015a)。

アドバイザーが収入の入口になるのであれば、それらに運用商品、事務インフラなどを提供して、そこから収入を得ることができる。大手ブローカー会社も、報酬体系はほとんど実績に

基づくため、インフラを提供しているだけとも見ることができる。実際、大手ブローカーは独立業者の攻勢に直面し、独立業者の分散構造を真似るようになった (Wursthorn, 2017d)。ただ、上述のように大手ブローカーの場合はクローズド構造という性格が強く、独立業者の方が柔軟性がある。しかも支援業務が豊富であれば、提供可能なサービスで大手に劣る懸念も小さい。そして、競争が激しくなるにつれ、独立業者向けに投資銀行業務と資本を提供する業者まで現れ、業界の集約に向けた動きも生じるようになった (Barber, 2014)。

競争激化は助言業者に対する要求水準を引き上げた。業界の集約が進む中で台頭した有力業者に WaterOak Advisors がある。創業者 Clarke Lemons は、「単に ETF、投信を使って分散する時代は終わった。技術の発達と洗練された専門家の共働によって、何百もの個別証券から特別仕様のポートフォリオを管理できるようになった。以前は最も大口の顧客だけに提供されていたものだ」と指摘する。また Destination Wealth Management 創業者 Michael Yoshikami は「顧客が同じ手数料でより多くを期待するようになった。各社は技術に投資し、調査能力を向上し、顧客に細かく対応して、包括的な金融計画資源を提供する必要がある」と話している (Miller, 2019)。

ここで問題になっているのは、アドバイザー自身が提供するものは何かということである。危機後には Betterment や WealthFront など、顧客が入力した情報を元に自動的に推奨ポートフォリオを計算し、極めて低コストの助言サービスを提供するベンチャー企業が数多く登場した (和田・岡田、2015、115 頁)。そして、これらの会社は、投資家が他の金融機関に保有する複数の口座も含めた評価サービスも無料で提供するようになっている。そこでは分散の改善や手数料引き下げの方法が提案され、手数料の高いファンドを特定するサービスもある (Tergesen, 2016)。

2010 年代半ばには大手もその技術を利用するようになっていた。Vanguard は資産 50 万ドル以上の顧客向けに自社でも助言サービスを提供していたが、ロボ助言の活用により、顧客対象を 50 万ドル未満にも広げた (Segal, 2015)。BlackRock、Fidelity、Schwab などロボ助言の活用に乗出している。2016 年 5 月の A. T. Kearney による調査では、対象となった 4000 人の内、半分が Schwab か Vanguard が提供するロボ助言を利用していた (Rudegeair and Demos, 2016)³⁶⁾。大手が提供するサービスは、人間による助言との組み合わせが多く、資産残高や手数料率の差に応じて対応する人間の数が変わってくる (Leonhardt, 2018)。そうした価格設定自体、人間による助言は価格に見合うのかという疑問を生じさせる。

大手ブローカーと独立系助言業者の両方で長年助言業務に携わった Norb Vonnegut によると、どちらの組織でも顧客明細には単に管理手数料と記載されているだけで、課金に含まれるサービスへの説明はほとんど無かった。その料金は預かり資産に対する比率として、ロボ助言と同じ方法で計算されている。そこで、高い手数料を正当化するには、コミッション口座との差別化と同時に、ポートフォリオの推奨を超える付加価値の提供が必要になる (Vonnegut,

2015)。逆に言えば、そうした付加価値を提供できない部分については、価格競争に巻き込まれざるを得ない。

4.4 大手ブローカーのチャンネル最適化

ブローカーによる投資助言の提供は長年問題になってきた。Pain Webber と同社を吸収した UBS で勤務してきた Lee Feinberg は、肩書きが株式ブローカー、顧客担当 (account executive)、投資アドバイザーと何年もかけて変化したが、それは表面的だったと回顧している。そして、「自社製品の代替投資や仕組み商品が登場したことで、利益相反の可能性が高まった。富裕層が洗練されてきて、高い透明性を求めるようになってきているため、基準を引き上げることがブローカーの利益にもなる」と主張する (Barber, 2015)。

これはオバマ政権による受託者責任規則の公表を受けた発言である。ドッド＝フランク法の求めに応じて、SEC が 2011 年に統一的受託者基準を設定すべきとの報告書を作成した後、労働省が受託者規則の最終案を 2016 年に公表した (浅倉・靄、2019、43-44 頁)³⁷⁾。しかし、この規則へは反対も大きく、特に小口投資家が排除される可能性が問題視された。手数料口座であれば規制への対応は容易でも、例えば残高 5 万ドルの口座では 1% の手数料で年間 500 ドルにしかならず、労力に見合わない。一方、規則でコミッション口座が禁止された訳ではなかったが、そこでの助言提供には煩雑な手続きが必要であった (Wursthorn, 2016c)。

この規則に対して大手ブローカーがとった基本的な方向は、手数料口座への誘導であった。最も明確な対応を行ったのは Merrill であった。同社は単純に退職口座でコミッション方式の課金を廃止し、顧客が手数料方式での支払いを受け入れないのであれば、コールセンター利用のブローカー口座や銀行支店の口座など、他の口座へのシフトを求めることにした (Wursthorn, 2016h)。J. P. Morgan も Merrill と同じく、IRA でのコミッション方式を停止する方針を表明した。その他ではコミッション方式を維持するとの決定を行うことが多かったが、規制遵守への対応を進めていった (Wursthorn, 2017c)。

Merrill の広報によると、これは Bank of America との統合以降で消費者を対象とした最大の販促キャンペーンであった。財産管理部門責任者の Andy Sieg は「我々の業界に対する信頼を高めるのに役立つ。顧客が退職貯蓄について、誰の利益も彼らの利益より優先されることはない」と約束されるから」と主張している (Wursthorn, 2017a)。規則が発効すると、Morningstar アナリストの Michael Wong が「以前は登録助言業者が自分たちは受託者基準に従っていると主張することができた。今ではブローカーも、少なくとも退職口座については労働省受託者基準に従っていると言うことができる」と指摘するように、独立業者は差別化が容易ではなくなった (Maxey, 2017a)。

Morgan Stanley は退職口座でもコミッション方式の選択肢を残すことにしたが、CFO の Jonathan Pruzan によると、発行前から規則対応の準備はできていた (Wursthorn, 2017f)。

2017年にはトランプ政権が誕生し、規制見直し方針に沿って、受託者責任規則も廃止される可能性が生じていた。それでも、大手各社はMerrillを含め、規則対応を進めた。Aite GroupアナリストDenise Valentineによると「彼らはすでに手数料シフトのモードになっている。規制はそれを市場に投入し、コミットすることを可能にただけ」ということである(Wursthorn, 2017e)³⁸。Morgan Stanleyの広報は「現在の取り組みを継続する。それは我々が退職顧客とその他の顧客に対する対応の水準を引き上げることにコミットしていることを反映している」と発表した(Wursthorn and Beilfuss, 2017)。

しかし、コミッションでの課金を手数料に変更するだけでは、価格競争に巻き込まれかねない。富裕層に手数料の支払いを納得させるには、それだけ高付加価値のサービス提供が必要になる。上述のように大手はアドバイザーを超富裕層の顧客獲得に向かわせていたため、手数料口座推進はそうした高付加価値サービス提供の拡大を目指したものと理解することもできるが、それで収益性が保証される訳ではない。J. P. Morganの例では、2010年代初頭に超富裕層は過剰なサービス受けるようになっていた。その中には美術鑑定やUSオープンのチケット取得なども含まれる。そのため、資産500万ドル以上の顧客向けでは、50~500万ドル向けの業務より収益性が低くなる傾向にあった(Turner, 2011)。

結局、収益性を規定するのは、収入に見合ったコストに抑えられるかどうかである。Northwestern Mutual Lifeの例では、ソフト会社LearnVestを買収し、オンライン助言を提供するようになった。このチャンネル最適化によって、資産25万ドル以上の優先顧客、200万ドル以上のプレミアム顧客に対するサービスを強化することが可能になり、顧客の維持率が高まった。Merrillでも、2010年にネットと電話対応に加えて一部の拠点にアドバイザーを配置するサービスのMerrill Edgeを開始しており、同社のアドバイザーは小口の顧客をMerrill Edgeに誘導するよう報酬が設計されている(Maxey, 2015)。

ベンチャーのロボ助言業者に加え、割引ブローカーも助言業務を強化する中で、それらとの競争を避けて、限られた超富裕層だけに特化するのには、大手ブローカーの組織規模に見合わない。むしろ効率性を高めて、サービス提供の対象を広げようとするのが自然である。マス層を対象とするリテール銀行部門を抱えていればなおさらそれが当てはまる。Merrillの例では、Merrill Edgeで単純なブローカレッジから料金に応じた助言サービスまで選択できるようになっており、そこにロボ助言のMerrill Edge Guided Investingが追加された。これはアルゴリズムだけに依存した既存のサービスに対して、アドバイザーの支援を付け加えることで差別化を目指したということである(Beilfuss, 2016)。

Morgan Stanleyの場合は、Merrillのように規制が公表された段階で小口投資家向けの方針を打ち出した訳ではないが、準備は進めていた。2016年にはSchwabでロボ助言のSchwab Intelligent Portfolio発売の指揮を執ったNaureen Hassanを採用し、新たに創設したデジタル担当に任命した。また個人財産管理責任者のVince Lumiaに、Strategic Lead Management

Groupの責任者も兼任させることにした。これはブローカレッジ部門からグループその他部門への紹介を促進する役割を担うグループである(Wursthorn, 2016b)。リテールで幅広くデジタルを利用した効率化が計画されていたことをうかがわせる。

同年第2四半期の業績発表ではCFOのPruzanがデジタル戦略の概要を発表している。それによると、「デジタルは単なるロボ以上のもので、我々は適切なビジネスモデルと決め手が、助言と技術の適切な組み合わせと考えている」とのことであった。そして、戦略の焦点としてデータと分析、自動化による効率性、そして顧客が同社および同社のアドバイザーと接する多様なプラットフォームを挙げた(Prior, 2016)。

さらに第4四半期の業績発表では、CEOのGormanがデジタル戦略について追加の情報を提供した。その一つは、支店における顧客への対応の効率化にデジタルが利用されるが、徐々に純粋なデジタル対応も行うようになるということ。そしてもう一つは、超富裕層を重視する方針は継続するが、デジタルツールをそれよりも資産が少ない顧客向けにも開放していくということであった(Wursthorn, 2017b)。

2017年末からは徐々に戦略が具体化していった。まず12月にロボ助言のサービスAccess Investingを開始した。年間手数料は0.35%で、登録アドバイザーの資格は持たないが、コールセンターのスタッフによる対応も付随している。当初のターゲットは顧客の子供や、Morgan Stanleyが管理サービスを担う従業員持株制度の参加者であった。このプラットフォームでは持続可能開発やジェンダー多様性といった目的にあわせた投資商品も用意されており、特に若者世代の取り込みが重視されている(Beilfuss, 2017b)。

次に、2019年にはソフト会社Solium Capitalを買収し、Shareworksにブランド名を変更した。Soliumは、約3000社を顧客に持っており、そこで働く100万人以上の従業員に、それぞれの会社から受け取った株式による報酬を管理するための仕組みを提供していた。Morgan Stanleyは、そのサービスを入口に、財産管理業務の顧客として取り込むことを狙いとする(Hoffman, 2019b)。もちろん、それら顧客には、ロボ助言サービスの利用者になるという選択肢もある。

そして2020年2月にはE*Trade買収を発表した。Morgan Stanleyにとって最も価値ある業務は株式報酬の管理であろう。Shareworksと統合すれば、企業顧客は4000社以上になり、それら企業の従業員向けに5800億ドル相当の株式を保管することになる(Hoffman, 2020)。しかし、それだけではない。E*Tradeは2018年にTrust Company of Americaを買収し、独立助言業者へのサービス強化を目指していた(Beilfuss and Osipovich, 2019)。Morgan Stanleyも支援ツールを持ち、財産管理サービスのチャンネルを広げることができる。さらにE*Tradeも銀行部門を持ち、デジタル銀行業を含め、銀行サービスを強化することもできる(Demos, 2020)。Morgan Stanleyが預金口座サービス、抵当や証券担保貸出を強化していたのは既述のとおりである。

なによりも、E*Tradeの買収はMorgan Stanleyにとって、マス市場への本格的な展開を意味する。やはり、効率性の向上によってさらなる収益を目指すのであれば、超富裕層だけを指している訳にはいかない³⁹⁾。1980年代に登場した金融スーパーマーケットは総じて機能せず、アンバンドリング、製販分離といった潮流の中ですっかり影を潜めた。しかし、近年は再び金融スーパーマーケットに向けた動きが生じているように見える⁴⁰⁾。この試みが上手くいくかどうかは分からないが、Morgan Stanleyを初めとする大手各社は、それを生き残りに不可欠なものとして捉えているのであろう。

おわりに

危機後に大手投資銀行はビジネスモデルの改革を迫られることになった。Morgan Stanleyはトレーディングを縮小して、財産管理業務と投資銀行業務の連携を軸とする、資本規制の影響を受けないモデルをいち早く確立したとして評価されている。しかし、それは大幅に引き上げられた資本水準に見合った収益性を達成することが前提である。同社はその中で10%以上のROEを達成する目標を打ち出し、後に目標をさらに引き上げた。

財産管理業務と投資銀行業務が軸であるにしても、トレーディングが不要になった訳ではなかった。運用会社の台頭や電子化の進展で、いずれにせよ投資銀行は役割を変えざるを得なかった。取引データ分析、取引場所、アクセス方法を活用し、トレーディング業務は執行コンサルタントとしての性格を強めた。従来型の調査が代替データに役割を奪われるようになると、企業との会合設定がサービスとしての重要性を高めた。

ヘッジファンドとの関係も危機前のようにレバレッジ提供を中心とするものではなく、運営サービスによって活動の効率化を支援するものとなった。それが富裕層や直接の投資を行う資源を持たない機関投資家向けに、多様な戦略へのアクセスを提供することを可能にした。

一方、投資銀行業務は核となる業務ではあっても、それ自体の見通しは良くない。代替運用業者は危機後にさらなる成長を遂げたのに対して、投資銀行は1件当たりの取引から収益を増幅することが困難になった。新興企業のIPO低迷は、投資銀行による私募調達の中継や貸出への注力と表裏の関係にあった。それらはむしろ財産管理業務との結びつきが強い。大手企業向けの対アクティビスト対策助言は、株主還元の促進により財産管理業務には貢献したと考えられる。しかし、M&Aでは多くの業界で高度に集中が進んだ中では大型案件の可能性も限られてくる。大手企業が新興企業の獲得に乗り出せば、新事業へのアクセス競争が過熱することにもなる。

財産管理業務は、それが安定的な性格を持つからというよりも、以上のような環境変化によって収益への貢献度を高めたのではなかろうか。株価の持続的な上昇に加え、収益性の向上には投資銀行商品や貸出などのクロスセルが不可欠であった。富裕層向けサービスはMorgan Stanleyにとって危機後のモデルの肝と言って良いであろう。しかし、最終的にクロスセルの

矛先はマス市場にも向けられることになった。効率性の追求は、一部の富裕層だけに特別仕様のサービスを提供することとは相性が良くない。特に新興勢力が既存業務の破壊に乗り出してきた状況では、大手が総合力と規模の経済発揮を目指すのは自然な反応である。

こうして見ると大手投資銀行は特異な存在に見える。幅広い活動領域を持ちながら、そのあらゆる領域で専門業者や異業種からの攻勢にさらされている。その防衛策が金融スーパーマーケットに向けた動きとするなら、それが上手くいくかどうかは、単一の領域における競争関係ではなく、複数の領域にまたがる競争関係の相互作用に規定されるであろう。新技術を利用して既存の業務を破壊しようとする動きは今後も継続するであろうが、それでもこれまで強まってきた資本市場業務とリテール業務の連携関係をさらに突き詰めれば、金融システムの現代的な性格をより明確にすることができると考えられる。

さらに、本稿では巨大運用会社の誕生、市場取引の電子化と流動性問題、上場企業の減少と株主還元の拡大、IPO 低迷と私募市場における評価額高騰といった危機後のアメリカ経済を特徴付けるような現象を取り上げてきた。大手投資銀行の事業展開はこれらの環境から影響を受けただけでなく、こうした環境変化を促進する作用も持っていた。大手投資銀行のビジネスモデルを解明していく作業は、危機後の経済成長メカニズムとその問題点に対する理解を深めることにもつながるはずである。

注

- 1) 例えば Blackstone は 2009 年に Anheuser-Busch InBev から 23 億ドルで購入した SeaWorld Entertainment を非公開市場で売却しようとしても上手くいかず、2013 年 4 月に IPO すると 7 億 200 万ドルの価格がついた。SeaWorld は Blackstone に対して 2011 年に 1 億ドル、2012 年には負債調達によって 5 億ドルの配当を支払っていた (Gupta, 2013)。こうした案件では手数料が小さいと推測されるが、一連の取引を獲得すれば M&A 助言、負債引受、株式引受と全ての業務に収入をもたらす可能性もある。
- 2) 合併審査で差し止められた例として石油関連の Baker Hughes と Halliburton、事務用品の Office Depot と Staples がある。節税制限で破談になった案件としては Pfizer と Allergan の合併がある (Weil, 2016)。
- 3) Morgan Stanley は同年に公表された大型案件の内、Bayer による Monsanto 買収で売り手側、Microsoft による LinkedIn 買収で買い手側、Fortis による ITC Holdings 買収で Barclays と並んで売り手側助言を務めた。Bryan (2016a) (2016b) および “Canada’s Fortis bulks up regulated power business with ITC buy,” Reuters, February 9, 2016 を参照されたい。ただし、手数料の受け取りは完了時に計上される。
- 4) Form S-1 を確認すると、同案件では引受業者の最上列が Morgan Stanley、Goldman、J. P. Morgan、Deutsche Bank の順になっている。
- 5) 2018 年 12 月 28 日までの期間で、2017 年のテック企業 IPO 銘柄は公開初日に 17.2% 上昇し、その後も 17.8% 上昇している。2018 年は初日が 26% の上昇であるのに対して、それ以降は 20.1% の下落になっていた (Farrell and Driebusch, 2018)。
- 6) 投資銀行業務で Morgan Stanley と首位を争う Goldman にしても、既存の業務では求める成長が得

- られないためリテールを含む貸出の強化に乗り出したと指摘される。M&A 関連でも従来は売り手助言に注力していたが、徐々に買い手助言で金融アレンジを伴う案件を重視するようになった。かつては避けていた回転信用まで積極的に提供するようになったということである (Hoffman,2017b)。
- 7) ブックランナーの増加を交渉力のバランスとして議論しているのは、次の論文である。Dunbar, Craig G. and Michael R. King (2019) “Multiple Bookrunners, Bargaining Power, and the Pricing of IPOs,” (http://www.fmaconferences.org/Glasgow/Papers/Multiple_BRs_and_IPO_-FMA.pdf).
 - 8) Form S-1を確認すると、引受業者は Deutsche Bank と Merrill Lynch であり、下段に Maxim Group の名前も挙がっているが、Solebury Capital の名前は入っていない。
 - 9) 投資のライフサイクルを長期化する仕組みが投資家の利害と一致するのみに疑問はあるが、資本を長期に保有する代わりに手数料が引き下げられるため、少なくとも安価にはなるといえることである。また、投資家にとってリターン獲得が難しくなる中、投資資金を返却されても他に投資するところがないことも、長期化の要因になっているようである。
 - 10) “2018 Was The Best Year On Record For New US Unicorns,” February 26,2019 (<https://www.cbinsights.com/research/us-unicorn-births-venture-capital-2018/>).
 - 11) 前半は 2012 年の Facebook が公開時 1040 億ドルから年末 630 億ドルに下げた影響を含んでいる。詳しくは (Stamm, 2019) を参照されたい。
 - 12) SecondMarket は 2015 年に Nasdaq が買収した (Stynes and Hope, 2015)。
 - 13) 例えば Uber Technologies は 2014 年末の 12 億ドル調達で助言銀行を利用しなかった。またソフト開発会社 Atlassian も社長個人の関係を利用し、T. Rowe Price など外部投資家から 1 億 5000 万ドルを銀行の助け無しに調達した (Demos, 2015)。
 - 14) 2015 年 2 月の Pinterest による 5 億ドル超の調達時には、早期に投資していた FirstMark Capital も新ラウンドへの参加を求めたが、主力ファンドでは Pinterest が提案する評価額達成に必要な額を投資出来なかったため、FirstMark 関係者と Pinterest 取締役会参加者が他の投資家も招いてファンドを立ち上げ、そこに主力ファンドの資金を拠出した。他にも Google 元役員が Google、Facebook、Twitter 関係者から資金を集め、2015 年 1 月の Instacart による 2 億 2000 万ドル調達ラウンドに参加した例などがある (MacMillan,2015)。
 - 15) 100 以上のテック系ファンドを調査した National Venture Capital Association の 2013 年報告書によると、対象ファンドで 10 年以内に清算するのは 7% に止まり、中央値は 14 年、46% は 15 年以上継続していた (Mulcahy, 2015)。
 - 16) The World Bank, Data (<https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LDOM.NO?locations=US>).
 - 17) Thomas (2017) によると、米上場企業の平均時価総額は 1997 年から 2017 年にかけてインフレ調整後 4 倍以上になった。
 - 18) Goldman が 2010 年末に Facebook 向けにアレンジした私募調達計画では、投資家が 500 人以上になると公募と同じ法的扱いになることを回避するため、国外投資家だけに証券を販売する計画に変更した (Gupta, 2011b)。
 - 19) 上記の Goldman による Facebook 向け私募計画は、富裕層顧客向けに投資機会を提供するものであった (MacMillan, 2015)。
 - 20) 2019 年の J. P. Morgan による融資条件には、年末までに WeWork が IPO で 30 億ドル調達することが含まれていた。IPO が失敗したことで、この融資も提供されなかった。
 - 21) 2011 年第 1 四半期にはブティック上位 25 社が公表案件の助言で 17% を占めた。これは前年同期の 21%

- よりは低い、2001年の6%に比較すると格段に高い数値になっている。大型案件では、EvercoreがAT&TによるT-Mobile USAへの買収提案390億ドルで、Greenhill、J. P. Morganと組んで助言を提供した。またNYSE EuronextとDeutsche Borseの合併への助言団にはPerella Weinbergが入り、Nasdaq OMX GroupとIntercontinental ExchangeによるNYSE Euronextへの対抗提案にはEvercoreが助言を提供している。2007年にCredit SuisseからEvercoreに移籍したFrancois Maisonrougeは「大手銀行では証券やその他金融商品の販売に多くの時間を費やすことになる。顧客と過ごす時間が欲しかった」と移籍の理由を説明している(Alessi, 2011)。ただし、AT&TによるT-Mobile買収は政府の反対で撤回され、NYSE EuronextとDeutsche Borseの合併は欧州委員会に反対された。
- 22) この記事では、Warren Buffettが2014年に株主に宛てて書いた「投資銀行は行動によって支払われる。つねに買い手に20~50%のプレミアムを支払うように促す。数年後にやってきて、同じような勢いで、前に買った会社を株主価値引き上げのためにスピノフするよう勧める」という言葉を紹介している。
- 23) 一般的にオバマ政権は合併に厳しいと見られており、トランプ政権でそれが変わるとの期待もあったが、安全保障関連や国内雇用の喪失につながるような案件への態度が厳しくなることは事前に予想されていた(Mattioli, 2016b)。
- 24) 2015年には、テック業界でDellとEMCの合併670億ドル、飲料業界でAnheuser-Busch InBevのSABMiller買収1080億ドルの発表があった。飲料業界でこれ以上の大型案件が生じる余地は限定的で、半導体にもそれは当てはまると指摘される(Farrell, 2015)。
- 25) 市場集中の問題はIMF(2019)やOECDの2018年6月競争委員会で議論されている(<https://www.oecd.org/daf/competition/market-concentration.htm>)。またアメリカでは司法省がGAFAsの調査に乗り出した。「GAFAs規制 米競争政策転機」『日本経済新聞』2020年1月20日朝刊。
- 26) 「武田、巨額買収に潜むワナ」『日本経済新聞』2018年12月6日朝刊。
- 27) 2008年の落ち込みは主に資産価格の下落、2009年は主に顧客資産の流出による。Van KampenのInvescoへの売却は2009年に合意され、非継続事業収入として報告されている。Morgan Stanley, Form 10-K For 2009, p. 35, pp. 62-63.
- 28) 例えば2019年第2四半期収入は、JPMorgan Chase、Citigroup、Wells Fargo、Bank of Americaが消費者事業で好調だったのに対して、それらで劣るMorgan StanleyとGoldmanは前年同期割れになった(Hoffman and Rudegeair, 2019)。
- 29) 方法には複数の投資家を束ねてサイド取引を交渉する、新規ファンドを育成する、プラットフォームに多数のファンドを入れて選択できるようにするなどがある(Segal, 2008)。今日ではヘッジファンドが換金性を高めるなど、投資家の間口を広げている(岡田・和田、2015、3-4頁)。また、ヘッジファンドが機関投資家資産の収集業者と創業者ヘッジファンドに二極化しているとの指摘は2節で紹介した。
- 30) Segal(2009)によると、もともと大手投資銀行が信託会社、ファミリーオフィス、独立助言業者などから高リスク商品の提供で顧客を奪ったが、危機後には逆転現象が生じたということである。しかし、信託会社Glenmede TrustのHoward Wilsonによる「顧客は夜に安心して寝たいと言う。資産運用を委託した組織が、明日もここにある保証が欲しいと言う」という証言が紹介されており、単に大手投資銀行の破綻が懸念されていたのではないかと考えることもできる。Frank and Craig(2004)は1990年代のブル市場の間に財を築いた富裕層を新世代の富裕層と表現しており、ヘッジファンド、PEその他へのアクセスを求めたということである。危機後もこれら代替資産の人气が高かったことは、安全資産の需要が循環的であることを示している。
- 31) Morgan Stanleyは2017年に罪状認否無しに100万ドルを支払うことで州証券規制当局と和解した(Wursthorn, 2017h)。

- 32) RegentAtlantic 役員 Christopher Cordaro は独立系なら顧客からローンを求められると複数の銀行ローンの選択肢を提供できるが、Merrill なら Bank of America の商品だけだと証言している。また、Merrill から独立して Omnia Fammily Wealth を立ち上げた Steven Wagner は、今の会社なら Merrill のようにクロスセルにとらわれず、機敏な対応ができると話している。同じく PagnatoKarp を立ち上げた Paul Pagnato は、独立業者との最大の違いは、Merrill が退職口座以外ではまだコミッションを受け取っていることであり、コミッションを徴収している限り真の受託者ではあり得ないと指摘している (Wursthorn, 2017a)。
- 33) Smith Barney のオルバニー支店で 2000 年代に支店長を務めた Michael Maurer は、毎週水曜日の朝には数人のアドバイザー達と 1 時間ほどコーヒーを楽しみ、火曜日の朝には支援スタッフの何人かを連れて外出したが、危機後に Morgan Stanley に買収されてから状況が一変したと語る。統括する従業員数は 150 人以上に増加し、スタッフとの関係は崩れた。水曜日のコーヒーはすれ違いざまのうなぎになった。そこで 2013 年に Morgan Stanley を辞め、独立業者 Steward Partners 立ち上げに関わった。条件の悪化は特に支店長職で顕著であったようである。ブローカーも仕事量増加、自主性低下、経費圧縮などに不満を持ったが、会社は独立業者への対抗策として高額報酬を提示するようになった (Wursthorn, 2015d)。もちろん Merrill でも状況は同じである。Merrill のブローカーにとって Bank of America による買収は銀行業の Wal-Mart による支配を意味した。休日のパーティーはなくなり、国際部門が 2012 年に Julius Baer に売却されて、顧客訪問との理由で海外旅行ができなくなった (Rexrode and Wursthorn, 2016)。
- 34) 大手ブローカーは Morgan Stanley、Merrill、UBS、Wells Fargo を指す。
- 35) 12b-1 手数料とは、投資会社法の規則を 1980 年に修正し、ファンドが顧客資産の一部を販売向けに支払うことを認めたところからそう呼ばれるようになった。当時は運用会社が生き残りに苦戦しており、SEC は投信がより多くの顧客を引きつければ、既存投資家にも利益があると考えたということである (Badal, 2007)。
- 36) Vanguard の場合は推奨されるファンドが全て Vanguard 商品であるのに対して、Schwab では自社ファンドに加え外部運用業者のファンドも推奨されるとのことである (Moyer, 2015)。
- 37) 労働省の規則は 2018 年に無効判決が下るが、SEC が 2019 年 6 月に受託者規則を最終化し、2020 年 6 月に遵守起源が設定された (浅倉・鶴, 2019, 45 頁)。
- 38) ただし、Merrill は労働省規則が無効判決を受けたことと、顧客から選択肢を求められていたことで、退職口座でのコミッション方式を再開することにした。それでも、同社経営陣は、手数料口座からコミッション口座への大きなシフトが起こるとは考えていなかった (Beilfuss, 2018)。
- 39) The Wall Street Journal 誌の編集局は、大手投資銀行が、トレーディングと投資銀行業務収入の成長鈍化に直面し、大手企業の株主還元によって恩恵を受ける末端の層、つまりアメリカ中間層の成長に賭けるようになったとの見方を示している。“Morgan Stanley’s Middle-Class Bet,” *The Wall Street Journal*, February 21.
- 40) Zweig (2020) は、かつての金融スーパーマーケットはほとんど失敗してきたが、最近はできるだけ多くの資金を内部にとどめ、そこからより多くを獲得しようとする潮流が生じていると指摘する。具体的には低コストの預金を獲得し、顧客に自社ファンドや仕組みノートを販売するということである。そこで、投資家に次のことを考えるよう警鐘を鳴らしている。アドバイザーが内部でやっていることは、他社がより安価で安全にできることではないか。ブローカーは現金をどこに投資しているのか。アドバイザーは自身でも仕組み商品を買っているのか。ポートフォリオだけでなく、助言を受ける相手も分散した方が良いのではないか。

参考文献

- 浅倉真理・靄ゆかり(2019)「米国における最善の利益規制とフィデューシャリー・デューティーに関する議論」『月刊資本市場』No. 411、11月、40-50頁。
- 岡田功太・和田敬二郎(2015)「近年の米国SMA及びファンドラップ市場におけるイノベーション」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』夏、1-11頁。
- 和田敬二郎・岡田功太(2015)「米国で拡大する『ロボ・アドバイザー』による個人投資家向け資産運用」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』冬、111-121頁。
- Alessi, Christopher (2011) “Banking on Boutiques,” *Institutional Investor*, May, p. 5.
- Badal, Jaclyne (2007) “What’s a 12b-1 Fee? A Load in Disguise,” *The Wall Street Journal*, July 22.
- Baer, Justin (2015) “Morgan Stanley Reshuffles Wealth Management Leadership,” *The Wall Street Journal*, June 1.
- (2019) “UBS Eliminates Fees on Some Accounts for Wealth Clients,” *The Wall Street Journal*, October 22.
- Barber, Andrew (2014) “Registered Investment Advisers Get Credit Where Credit Is Overdue,” *Institutional Investor*, September.
- (2015) “Will Brokers Bow to Higher Fiduciary Standard?” *Institutional Investor*, May 11.
- Beilfuss, Lisa (2016) “Merrill Lynch Unveils Plans to Launch Robo Adviser,” *The Wall Street Journal*, October 4.
- (2017a) “Morgan Stanley to Exit Accord on Broker Recruiting,” *The Wall Street Journal*, October 30.
- (2017b) “Morgan Stanley Launches ‘Robo’ Advice Service,” *The Wall Street Journal*, December 4.
- (2017c) “Merrill Lynch Syas It Will Remain in Broker Recruiting Pact,” *The Wall Street Journal*, December 4.
- (2018) “Merrill Lynch to Resume Charging Commissions on Retirement Accounts,” *The Wall Street Journal*, August 30.
- Beilfuss, Lisa and Alexander Osipovich (2019) “The Race to Zero Commissions,” *The Wall Street Journal*, October 5.
- Benoit, David, Maureen Farrell and Liz Hoffman (2019) “As WeWork Grew, Wall Street Lent It Money and Credibility,” *The Wall Street Journal*, November 8.
- Bryan, Bob (2016a) “Wall Street Payday: Three banks could reap as much as \$65 million from the Microsoft-LinkedIn deal,” *Business Insider*, June 13.
- (2016b) “Wall Street banks could make close to \$700 million from the Bayer-Monsanto Deal,” *Business Insider*, September 14.
- Celazier, Michelle (2018) “The Mysterious Private Company Controlling Corporate America,” *Institutional Investor*, February, pp. 36-43.
- Childs, Mary (2019) “IPOs Depend on More Banks Than Ever. What That Means for Stocks,” *BARRON’S*, August 13.
- Delaney, Jess (2017) “The Great Unicorn Race,” *Institutional Investor*, May, pp. 50-57.
- Demos, Telis (2015) “More Startups Aim to Keep It Private,” *The Wall Street Journal*, January 1.
- (2016) “Tech Startups Face Fresh Pressure on Valuations,” *The Wall Street Journal*, January

- 3.
- (2020) “Morgan Stanley Didn’t Get a Discount for This Broker,” *The Wall Street Journal*, February 20.
- Demos, Telis and Corrie Driebusch (2015a) “For IPOs, Earning a Profit Matters Again,” *The Wall Street Journal*, October 15.
- (2015b) “Forget Going Public, U.S. Companies Want to Get Bought,” *The Wall Street Journal*, November 29.
- Denmark, Frances (2012) “Liquidnet’s Marrin Wants Main Street to Dump Wall Street,” *Institutional Investor*, March, p. 28.
- Driebusch, Corrie and Maureen Farrell (2016) “Lachluster IPO Market Flashes Warning,” *The Wall Street Journal*, March 31.
- (2017) “As IPOs Pick Up, Big Startups Hold Out,” *The Wall Street Journal*, May 7.
- Eaglesham, Jean and Coulter Jones (2019) “Mutual Funds’ Embrace of High-Profile Unicorns Backfires,” *The Wall Street Journal*, October 11.
- Farrell, Maureen (2015) “2015 Becomes the Biggest M&A Year Ever,” *The Wall Street Journal*, December 3.
- (2016) “Wall Street’s IPO Business: The Worst in 20 Years,” *The Wall Street Journal*, September 22.
- (2017) “America’s Roster of Public Companies Is Shrinking Before Our Eyes,” *The Wall Street Journal*, January 6.
- (2018) “IPO Market Posts Blistering First Half,” *The Wall Street Journal*, July 2.
- (2019) “Fear Overtakes Greed in IPO Market After WeWork Debacle,” *The Wall Street Journal*, October 6.
- Farrell, Maureen and Telis Demos (2015) “Nutanix, Okta, Twilio and Coupa Ready 2016 IPOs,” *The Wall Street Journal*, December 25.
- Farrell, Maureen and Corrie Driebusch (2016) “Anemic IPO Market Is Poised for a Rebound,” *The Wall Street Journal*, August 29.
- (2018) “IPO-Hungry Investors Look to Have Their Moment in 2019,” *The Wall Street Journal*, December 31.
- Farrell, Maureen, Corrie Driebusch and Matt Jazemsky (2016) “Banks Fight for Block Trades Amid Stalled IPO Market,” *The Wall Street Journal*, December 6.
- Frank, Robert and Susanne Craig (2004) “Banker to the Rich, U.S. Trust Stumbles After Sale to Schwab,” *The Wall Street Journal*, September 15.
- Freed, Dan (2008) “R for the IPO,” *Institutional Investor*, May, pp. 92-95.
- Gallagher, Dan (2019) “Tech IPOs Aren’t Working for the Masses,” *The Wall Street Journal*, October 1.
- (2020) “Tech IPOs Will Face a Much Higher Bar,” *The Wall Street Journal*, January 6.
- Glazer, Emily (2011) “The Limits of Free,” *The Wall Street Journal*, April 18.
- Gupta, Udayan (2010) “Bhac to the Future,” *Institutional Investor*, February, pp. 68-93.
- (2011a) “The Constan Gardeners,” *Institutional Investor*, February, pp. 42-98.
- (2011b) “Pulling Back the Curtain,” *Institutional Investor*, April, pp. 54-88.

- (2013) “Spurt of Initial Public Offerings Fails to Lift VC-Backed Companies,” *Institutional Investor*, April, p. 31.
- (2014) “Outsize Venture Capital Deals Too Big for Their Own Good,” *Institutional Investor*, February, p. 117.
- Hoffman, Liz (2015a) “Morgan Stanley Hiring Lawyer to Head Activist-Defense Group,” *The Wall Street Journal*, April 23.
- (2015b) “Investors Fall Out of Love With Deals,” *The Wall Street Journal*, September 28.
- (2016) “Massachusetts Charges Morgan Stanley Over High-Pressure Sales Contest,” *The Wall Street Journal*, October 5.
- (2017a) “Morgan Stanley Trades Its Way Past Goldman,” *The Wall Street Journal*, April 19.
- (2017b) “Goldman Sachs Embraces Banking’s Bland Side: Lending Money,” *The Wall Street Journal*, May 1.
- (2019a) “The Muscle Morgan Stanley Flexed in the \$74 Billion Bristol-Myers Deal,” *The Wall Street Journal*, January 4.
- (2019b) “Morgan Stanley, in Its Biggest Deal Since Crisis, Courts Future Millionaires,” *The Wall Street Journal*, February 11.
- (2020) “Morgan Stanley Is Buying E*Trade, Betting on Smaller Customers,” *The Wall Street Journal*, February 20.
- Hoffman, Liz and Peter Rudegeair (2019) “Morgan Stanley Profits Hit by Wall Street Weakness,” *The Wall Street Journal*, July 18.
- International Monetary Fund (2019) *World Economic Outlook*, April.
- Ji, Xiang (2011) “Looks Like Rain: Meet the deal makers who profited the most from M&A in a tough 2011,” *Institutional Investor*, December, pp. 39-92.
- Krouse, Sarah (2017) “ProShares No Longer Wants to Pay Charles Schwab to Sell Its ETFs,” *The Wall Street Journal*, March 24.
- Lauricella, Tom (2005) “Vanguard Ups Ante in Fee Wars,” *The Wall Street Journal*, April 21.
- Leonhardt, Megan (2018) “This Is the Best Robo-Advisor for Every Investor, From Beginner to Advanced,” *Money*, July 9.
- MacMillan, Douglas (2015) “In Silicon Valley Frenzy, VCs Create New Inside Track,” *The Wall Street Journal*, April 2.
- Mattioli, Dana (2016a) “An Investment Banker’s Worst Nightmare,” *The Wall Street Journal*, May 10.
- (2016b) “Will 2017 Be the Year of the Deal?” *The Wall Street Journal*, December 30.
- Mattioli, Dana and Dana Cimilluca (2015) “Fear of Losing Out Drives Deal Boom,” *The Wall Street Journal*, June 26.
- Maxey, Daisy (2015) “Advisers Shed Smaller Accounts, Retain Wealthy Clients,” *The Wall Street Journal*, April 2.
- (2017a) “Winners and Losers in a Post-Fiduciary World,” *The Wall Street Journal*, May 24.
- (2017b) “TD Ameritrade Drops Vanguard From Revamped Commission-Free ETF Lineup,” *The Wall Street Journal*, October 16.
- Miller, Matt (2019) “RIA Firms Say Bigger Is Better - But What Happens To The Client?” *The*

- Wall Street Journal*, September 13.
- Moyer, Liz (2015) "Putting Robo Advisers to the Test," *The Wall Street Journal*, April 24.
- Mulcahy, Diane (2015) "The New Reality of the 14-Year Venture Capital Fund," *Institutional Investor*, March 9.
- Osipovich, Alexander (2019) "ETF Firms Hit by E-Broker Price War," *The Wall Street Journal*, October 8.
- Prior, Anna (2016) "Morgan Stanley's Wealth Unit Yields Stability for Banks," *The Wall Street Journal*, July 20.
- Pulliam, Susan, Telis Demos and Douglas MacMilan (2015) "Silicon Vally's Hometown Bank Booms, But Risks Are on Horizon," *The Wall Street Journal*, December 6.
- Rexrode, Christina and Michael Wursthorn (2016) "Merrill's Broker Herd Eyes Greener Pastures," *The Wall Street Journal*, January 19.
- Rieker, Matthias (2015) "Finra to Examine Securities-Backed Lending Practices," *The Wall Street Journal*, January 6.
- Roarty, Daniel (2015) "Nasdaq's Young Tech Stocks at Risk of Bubble Trouble," *Institutional Investor*, May 25.
- Rose-Smith, Imogen (2011) "Cash & Wary: Activists Eye CEOs Sitting On Piles Of \$\$\$," *Institutional Investor*, February, p. 8.
- Rudegeair, Peter and Telis Demos (2016) "Robo Top? Online Adviser Betterment Gets \$700 Million Valuation as Rivals Emerge," *The Wall Street Journal*, March 29.
- Rudegeair, Peter and Christina Rexrode (2016) "Wealth Management Is No Sure Bet for Wall Street Revenue," *The Wall Street Journal*, January 19.
- Segal, Julie (2008) "The Hedge Fund Squeeze-Out," *Institutional Investor*, February, p. 70.
- (2009) "Boring Is Back," *Institutional Investor*, February, pp. 69-71.
- (2010) "Death of the IPO," *Institutional Investor*, October, pp. 62-100.
- (2013a) "Blackstone Group's GSO Capital: Lenders of Last Resort," *Institutional Investor*, June, p. 12.
- (2013b) "Blackstone's Stephen Schwarzman on Not Wasting a Serious Crisis," *Institutional Investor*, June, p. 50.
- (2015) "Vanguard Group Bets Big on Financial Advice," *Institutional Investor*, April 20.
- (2017) "This Guy Runs the World's Largest Private Equity Business," *Institutional Investor*, March, pp. 36-41.
- (2018) "Fidelity's Race to Manage Funds for Free," *Institutional Investor*, September 13.
- Smith, Randall (2019) "Wall Street Brokers Missed the Index-Funds Memo," *The Wall Street Journal*, October 6.
- Stamm, Stephanie (2019) "A Decade of 'Unicorns' Ends With a Little Less Magic," *The Wall Street Journal*, December 17.
- Stynes, Tess and Bradley Hope (2015) "Nasdaq Acquires SecondMarket, Profit Rises 12%," *The Wall Street Journal*, October 22.
- Sutherland, Jim (2011) "Wall Streets Research Revolution," *Institutional Investor*, October, pp. 41-46.

- Tam, Pui-Wing and Spencer E. Ante (2010) "‘SuperAngels’ Alight," *The Wall Street Journal*, August 16.
- Teitelman, Robert (2013) "Private Equity’s Giants Take an Alternative Route," *Institutional Investor*, April, p. 18.
- (2014) "Merge or Die: Slow Economy Sheds New Light on M&A," *Institutional Investor*, January, p. 1.
- Tergesen, Anne (2016) "Robo Adviser Wealthfront Begins to Offer Free Portfolio Reviews," *The Wall Street Journal*, January 13.
- Thomas, Jason M. (2017) "Where Have All the Public Companies Gone?" *The Wall Street Journal*, November 16.
- Timms, Aaron (2015) "Are We in a Bubble of Conversations About the Tech Bubble?" *Institutional Investor*, August 3.
- Turner, David (2011) "J.P. Morgan Bets Big on Up-Market Clients," *Institutional Investor*, November, p. 29.
- Vartabedian, Marc, Sara Castellanos and Steven Rosenbush (2020) "Corporations Outside of Tech Ramp Up Venture Investing," *The Wall Street Journal*, January 13.
- Vonnegut, Norb (2015) "The Talk Wealth Managers Need to Have With Clients About Cost," *The Wall Street Journal*, November 30.
- Weil, Dan (2016) "Deal Slip," *Institutional Investor*, July-August, p. 29.
- (2018) "The M&A ‘Gut Check’," *Institutional Investor*, February, p. 32.
- Whyte, Amy (2017) "The Long Game," *Institutional Investor*, November, p. 24.
- Wursthorn, Michael (2015a) "Big Brokerages Spend More on Bonuses," *The Wall Street Journal*, January 20.
- (2015b) "Big Brokerages Hanging On to Their Dominance," *The Wall Street Journal*, January 26.
- (2015c) "Morgan Stanley Loses Brokers Managing \$200 Million," *The Wall Street Journal*, March 23.
- (2015d) "Help Wanted: Brokerage Branch Managers," *The Wall Street Journal*, March 26.
- (2015e) "Brokerages Keeping the Rich, But What About the Heirs?" *The Wall Street Journal*, June 18.
- (2015f) "Morgan Stanley ‘Very Comfortable’ With Size of Its Wealth Business," *The Wall Street Journal*, July 20.
- (2015g) "UBS’s U.S. Wealth Unit Shrinks Further," *The Wall Street Journal*, July 27.
- (2015h) "Morgan Stanley Tweaks Brokers’ Pay Plan for 2016," *The Wall Street Journal*, November 20.
- (2016a) "Brokerages Brace for a Wave of Departures," *The Wall Street Journal*, January 7.
- (2016b) "Morgan Stanley Shuffles Wealth-Management Ranks," *The Wall Street Journal*, February 11.
- (2016c) "Brokers Brace for Tighter Standard on Retirement Accounts," *The Wall Street Journal*, March 3.
- (2016d) "Morgan Stanley Broker Opts for Raymond James Affiliate," *The Wall Street Journal*,

- nal*, March 8.
- (2016e) “Broker’s Shares Take a Beating as Growth Slows,” *The Wall Street Journal*, March 25.
- (2016f) “Banking Is Bright Spot for Brokerages,” *The Wall Street Journal*, April 18.
- (2016g) “Morgan Stanley Brokers, with \$2.2 Billion in Assets, Depart,” *The Wall Street Journal*, September 12.
- (2016h) “Merrill Lynch to End Commission-Based Options for Retirement Savers,” *The Wall Street Journal*, October 6.
- (2016i) “Banking Brokers Boost Morgan Stanley’s Wealth Unit,” *The Wall Street Journal*, October 19.
- (2017a) “Brokers Once Disdained Independent Advisers. Now They Copy Them,” *The Wall Street Journal*, January 6.
- (2017b) “Morgan Stanley’s Brokers Hit \$1 Million Revenue Milestone, Pass Merrill’s,” *The Wall Street Journal*, January 17.
- (2017c) “A Complete List of Brokers and Their Approach to ‘The Fiduciary Rule,’” *The Wall Street Journal*, February 6.
- (2017d) “Brokerages Put More Power Back in Hands of Brokers,” *The Wall Street Journal*, March 31.
- (2017e) “Banks Rack Up Advisory Fees as Fiduciary Rule’s Future Hangs,” *The Wall Street Journal*, April 18.
- (2017f) “Morgan Stanley: New Retirement Rules No Hurdle for Brokerage,” *The Wall Street Journal*, April 19.
- (2017g) “UBS’s Wealth Lending Slows in U.S.,” *The Wall Street Journal*, April 28.
- (2017h) “Wall Street Needs You to Borrow Against Your Stock,” *The Wall Street Journal*, July 27.
- Wursthorn, Michael and Lisa Beilfuss (2017) “Brokers Spared From Fiduciary Rule,” *The Wall Street Journal*, February 3.
- Zweig, Jason (2020) “What the E*Trade Deal Tells You About the New Investing Game,” *The Wall Street Journal*, February 21.